

Université de Bourgogne Franche-Comté – Ecole doctorale DGEP  
Università della Svizzera Italiana – Faculty of Economics

---

## **Palements extérieurs et crises de dette : vers un nouvel ordre monétaire international ?**

Thèse de Doctorat

*Présentée et soutenue publiquement le 11 décembre 2020 par*

**Adonija ZIO**

en vue de l'obtention du grade de

*Docteur en sciences économiques*

délivré par l'Université de Bourgogne Franche-Comté (France) et de

*Doctor of Philosophy in Economics*

délivré par l'Università della Svizzera Italiana (Suisse)

---

Directeurs de thèse

**M. Xavier BRADLEY**    Maître de Conférences HDR, Université de Bourgogne Franche-Comté – France

**M. Alvaro CENCINI**    Professeur Émérite, Università della Svizzera Italiana – Suisse

Composition du jury

<b>M. Jean-François PONSOT</b>	Professeur, Université de Grenoble Alpes – France	Président
<b>M. Laurent LE MAUX</b>	Professeur, Université de Bretagne Occidentale – France	Rapporteur
<b>M. Sergio ROSSI</b>	Professeur Ordinaire, Université de Fribourg – Suisse	Rapporteur
<b>Mme. Antonietta MIRA</b>	Professeure Ordinaire, Università della Svizzera Italiana – Suisse	Examinatrice

*L'Université de Bourgogne Franche-Comté  
n'entend donner aucune approbation ou  
improbation aux opinions émises dans les thèses.  
Celles-ci doivent être considérées comme propres  
à leurs auteurs.*

*L'Università della Svizzera Italiana n'entend  
donner aucune approbation ou improbation aux  
opinions émises dans les thèses. Celles-ci doivent  
être considérées comme propres à leurs auteurs.*

*À ma Mère, à mon Père et à Jean-Luc BAILLY*

## Remerciements

Ce travail n'aurait pas été possible sans les concours et les contributions de plusieurs personnes à qui je voudrais manifester toute ma reconnaissance. Mes remerciements s'adressent d'abord à mes deux directeurs, Prof. Alvaro CENCINI et M. Xavier BRADLEY, pour la confiance qu'ils m'ont accordée en acceptant m'accompagner dans ce projet. Leur patience, leur rigueur conceptuelle, leurs précieuses et nombreuses remarques ont permis de mener ce travail jusqu'à la « fin ». Ils n'ont ménagé aucun effort pour que ce travail puisse être mené dans de meilleures conditions.

Je remercie les membres du Jury et les rapporteurs d'avoir consacré leur précieux temps pour l'évaluation de ce travail.

Je tiens à remercier M. Jean-Luc BAILLY, à qui je dédie ce travail, pour sa remarquable présence depuis le début de ce travail. Il a été à la genèse de mon intérêt vis-à-vis de la théorie macroéconomique de Bernard Schmitt et j'en suis grandement reconnaissant de m'avoir permis cette découverte. Sa disponibilité malgré ses multiples occupations, sa patience, ses encouragements et ses précieuses remarques ont sans doute été déterminants à la réalisation de ce travail.

Je tiens à remercier Andrea pour son important investissement, les conseils prodigués et le cadre de travail qu'il a su créer à Lugano pour que travail aboutisse. Il a contribué à rendre mes séjours à Lugano inoubliables. Mes reconnaissances vont à l'endroit d'Éléazar, Anicet, Rémi et Timothée pour avoir consacré de leur temps pour me lire, relire et des remarques de hautes qualités.

Ma gratitude va à l'endroit des membres de l'Équipe Monnaie et Finance pour les séminaires hebdomadaires qui ont été pour un véritable cadre de profonde réflexion et d'enrichissement. Mes pensées vont également à Daouda, Issouf, Blizand, Lillian, Gaëtan, Pablo et Eric (à Fribourg) pour leur intérêt et leur disponibilité à échanger sur mon sujet, et les remarques qu'ils m'ont adressées.

Je remercie mes collègues doctorants, Enoc, Asmaa, Anne Marie, Reine Sonia, Margaux, Bechtel, Rodrigue, David, Rawaa, Alper, Tafsir Matthieu et Anicet pour le climat chaleureux qui a permis de mener à bien ce travail. Je remercie Guy Daniel pour son coup de main informatique lors de la réalisation de ce travail.

Ce travail n'aurait pas été possible sans la présence de ma famille et le soutien incessant et aimant de mes parents, Rachel, David, Lydie, Abigaël et Josafat. Leur soutien moral a été décisif dans la conduite de ce travail.



## ***Résumé***

La crise de la dette souveraine constitue l'une des crises les plus récurrentes du système capitaliste. Ces crises apparaissent après une forte accumulation de dette par les pays. Le paiement de cette dette provoque le plus souvent des déséquilibres internes et des instabilités financières. Les études menées sur la question privilégient l'approche microéconomique et expliquent que le comportement imprudent des débiteurs et des créanciers est à l'origine du surendettement des pays et en conséquence des difficultés pour servir la dette. Si cette approche permet de déterminer les causes de l'augmentation de la dette des résidents (dette ordinaire), elle échoue à expliquer l'origine de la dette des pays en tant qu'ensembles souverains. L'objet de ce travail est d'examiner les causes structurelles des difficultés auxquelles les pays font face lors du paiement de leur dette, ceci dans l'optique de proposer une véritable réforme qui permettrait de résoudre de façon durable la question. Pour ce faire, nous partons des théorèmes de la dette extérieure et de l'intérêt développés par Bernard Schmitt pour expliquer l'origine du surendettement. En effet, selon ces théorèmes, en l'absence d'une véritable monnaie internationale, le paiement des déficits extérieurs est double. Ainsi, lorsqu'une économie est importatrice nette, non seulement les résidents paient avec leur revenu national, mais le pays en tant qu'ensemble souverain doit se procurer des devises nécessaires au paiement des exportateurs étrangers. L'endettement du pays pour obtenir le moyen véhiculaire est à l'origine de la dette souveraine et vient de l'absence d'un véritable moyen de paiement international. Il y a donc une malformation de la dette des pays. Ce dysfonctionnement alourdit la charge du déficit extérieur et rend le paiement de la dette insupportable aux pays. Étant donné que cet endettement pathologique manque de contenu réel, il génère des capitaux apatrides sur le marché financier qui profitent à la bulle financière. Pour sortir de cette impasse, et permettre à un pays pris isolément d'empêcher la malformation de la dette, nous proposons une réforme qui consiste à empêcher que la monnaie ne devienne une finalité dans les paiements, en internalisant les dépenses extérieures de revenu national d'une part, et en s'occupant des règlements extérieurs d'autre part. Dans le cas d'une communauté économique, les pays peuvent empêcher la malformation de leur dette en mettant en place une véritable monnaie unique ou une monnaie commune. Toutefois, étant donnés les déséquilibres qui caractérisent les unions économiques actuelles, la monnaie commune semble optimale pour les pays du fait de l'autonomie en matière de politique économique qu'elle offre.

**Mots-clés :** *paiement, paiement extérieur, système monétaire international, dette souveraine, dette extérieure, crise*

## *Abstract*

The sovereign debt crisis is one of the most recurrent crises of the capitalist system. These crises emerge after a strong accumulation of debt by countries. The payment of this debt most often causes internal distortions and financial instability. Studies related to these issues favour the microeconomic approach and explain that the imprudent behaviour of debtors and creditors is at the basis of the countries' over-indebtedness and consequently of the difficulties in servicing their debt. While this approach helps to determine the causes of the growth of residents' debt (ordinary debt), it fails to explain the origin of the debt affecting countries considered as *sets* of their residents. The purpose of this work is to examine the structural causes of the difficulties that countries face in paying their debt; this is carried out with the objective of proposing a genuine reform that would provide a lasting solution to the issue. To this end, we work from the external debt and interest theorems developed by Bernard Schmitt to explain the origin of the debt overhang. According to these theorems, in the absence of a valid international money, the payment of external deficits is doubled. Thus, when an economy is a net importer, not only do the residents pay with their national income, but the country as a whole must, as a sovereign entity, obtain the necessary foreign currency to pay foreign exporters. The country's indebtedness that ensues is at the origin of sovereign debts and is due to the absence of a real international means of payment. Thus, there is a malformation of the countries' debts. This malfunction increases the burden of the external deficit and makes the payment of the debt unsustainable for the countries. Since this pathological debt lacks real content, it generates stateless capital on the financial market which causes the formation of speculative bubbles. To break this conundrum, and to enable a country to prevent on its own the malformation of debt, we propose a reform that consists in preventing money from becoming a finality in payments, by internalising external expenditure of national income on the one hand, and dealing with external settlements on the other. In the case of an economic community, countries can prevent the malformation of their debt by setting up a full single currency or a common currency. However, given the disequilibrium that currently prevails in economic unions, the common currency seems optimal for countries because of the autonomy in economic policy that it offers.

**Keywords:** *payment, external payment, international monetary system, sovereign debt, external debt, crisis*



# Sommaire

REMERCIEMENTS .....	4
<i>RESUME</i> .....	6
<i>ABSTRACT</i> .....	7
SOMMAIRE.....	8
LISTE DES TABLEAUX .....	12
LISTE DES GRAPHIQUES .....	14
LISTE DES FIGURES .....	15
INTRODUCTION GENERALE.....	17

## **PARTIE 1 :**

### **ENDETTEMENT EXTERIEUR ET SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL .28**

INTRODUCTION DE LA PARTIE 1 .....	29
CHAPITRE 1 : LES CONCEPTS DE DETTE EXTERIEURE ET DE DETTE SOUVERAINE : DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX A LA NOTION D'ENDETTEMENT DES PAYS.....	32
INTRODUCTION .....	32
1.1. LES CONCEPTS DE DETTE EXTERIEURE ET DE DETTE SOUVERAINE .....	35
1.2. LES SYSTEMES MONETAIRES INTERNATIONAUX ET LA DETTE EXTERIEURE .....	48
CONCLUSION .....	76
CHAPITRE 2 : PAIEMENTS BANCAIRES ET STRUCTURATION DE LA DETTE : UNE ANALYSE THEORIQUE ET EMPIRIQUE .....	78
INTRODUCTION .....	78
2.1. L'ANALYSE THEORIQUE DES PAIEMENTS.....	79
2.2. LA PRATIQUE BANCAIRE DES PAIEMENTS NATIONAUX ET INTERNATIONAUX .....	99
CONCLUSION .....	125
CHAPITRE 3 : DE L'ENDETTEMENT DES RESIDENTS AU SURENDETTEMENT DES PAYS : UNE APPROCHE CONJONCTURELLE DE LA DETTE SOUVERAINE .....	127
INTRODUCTION .....	127
3.1. LES FACTEURS POLITICO-ECONOMIQUES.....	128
3.2. LES FACTEURS COMPORTEMENTAUX .....	139

3.3. LES FACTEURS EXOGENES DANS LE SURENDETTEMENT DES PAYS .....	150
CONCLUSION .....	169
CONCLUSION DE LA PARTIE 1.....	171

## **PARTIE 2 :**

### **DE LA DETTE EXTERIEURE A LA DETTE SOUVERAINE : UNE APPROCHE STRUCTURELLE DES CRISES D'ENDETTEMENT EXTERIEUR.....**

INTRODUCTION DE LA PARTIE 2 .....	174
<b>CHAPITRE 4 : DE LA MALFORMATION DE LA DETTE AU SURENDETTEMENT DES PAYS : UNE NOUVELLE APPROCHE D'UN PROBLEME QUI S'ETERNISE .....</b>	<b>176</b>
INTRODUCTION .....	176
4.1. THEOREME DE LA DETTE EXTERIEURE .....	178
4.2. LE THEOREME DE L'INTERET .....	214
4.3. LA DUPLICATION DANS L'ANALYSE ECONOMIQUE INTERNATIONALE .....	233
CONCLUSION .....	241
<b>CHAPITRE 5 : LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL ET L'ETERNEL PROBLEME DE DETTE : UNE ANALYSE STRUCTURELLE DES PROBLEMES DE SERVICE DE LA DETTE INTERNATIONALE .....</b>	<b>243</b>
INTRODUCTION .....	243
5.1. LA THEORIE ECONOMIQUE DU DESENDETTEMENT .....	246
5.2. LES AJUSTEMENTS DE CHANGE ET LE SERVICE DE LA DETTE : DE LA VERTU AU VICE.....	254
5.3. LE PROCESSUS DE REDUCTION DE LA DETTE ET LE CHOMAGE.....	262
5.4. PREUVE STATISTIQUE DE LA DUPLICATION DE LA DETTE EXTERIEURE : DE LA DUPLICATION DES PAIEMENTS A L'INSOLVABILITE DES PAYS .....	267
CONCLUSION .....	279
<b>CHAPITRE 6 : LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL, LES DESEQUILIBRES GLOBAUX ET L'INSTABILITE FINANCIERE INTERNATIONALE .....</b>	<b>281</b>
INTRODUCTION .....	281
6.1. LES DESEQUILIBRES ET INSTABILITE.....	283
6.2. DUPLICATION DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX ET DESEQUILIBRES GLOBAUX .....	297
CONCLUSION .....	317
CONCLUSION DE LA PARTIE 2.....	319

## **PARTIE 3 :**

### **SORTIR DE LA CRISE D'ENDETTEMENT : QUELLE REFORME POUR UN ENDETTEMENT SAIN DES PAYS ? ..... 321**

#### **INTRODUCTION DE LA PARTIE 3 ..... 322**

#### **CHAPITRE 7 : CRISES ET REDUCTION DE LA DETTE SOUVERAINE : UNE ANALYSE CRITIQUE DES PLANS DE SAUVETAGE FACE A LA PROLIFERATION DES CRISES ..... 324**

##### **INTRODUCTION ..... 324**

##### **7.1. FONDEMENTS THEORIQUES DES PLANS DE SAUVETAGE ..... 325**

##### **7.2. PLAN DE SAUVETAGE ET CRISES DE DETTES SOUVERAINES ..... 343**

##### **CONCLUSION ..... 365**

#### **CHAPITRE 8 : DU SURENDETTEMENT A L'ORDRE DES PAIEMENTS EXTERIEURS : QUELLE REFORME LOCALE A UN PROBLEME GLOBAL ? ..... 368**

##### **INTRODUCTION ..... 368**

##### **8.1. LE SURENDETTEMENT DES PAYS EN TANT QUE RESULTAT D'UNE DEFAILLANCE DE L'ARCHITECTURE MONETAIRE INTERNATIONALE ..... 369**

##### **8.2. LA REFORME DES PAIEMENTS EXTERIEURS DES PAYS ENDETTEES ..... 378**

##### **8.3. LA MISE EN ŒUVRE DU PLAN ET LES AVANTAGES AFFERENTS ..... 400**

##### **CONCLUSION ..... 416**

#### **CHAPITRE 9 : REFORME DES PAIEMENTS DANS LES COMMUNAUTES ECONOMIQUES ET MONETAIRES : CAS DE LA ZONE EURO..... 418**

##### **INTRODUCTION ..... 418**

##### **9.1. LES TENTATIVES EUROPEENNES POUR SE PROTEGER CONTRE LES PROBLEMES DE PAIEMENTS ..... 420**

##### **9.2. DE L'AUDACE A L'ILLUSION : L'EXPERIENCE DE L'EURO UNE REFORME INCOMPLETE..... 435**

##### **9.3. VERS UNE VERITABLE REFORME DE L'ARCHITECTURE MONETAIRE EUROPEENNE ..... 451**

##### **CONCLUSION ..... 471**

#### **CONCLUSION DE LA PARTIE 3 ..... 473**

#### **CONCLUSION GENERALE ..... 475**

#### **BIBLIOGRAPHIE..... 482**

### **ANNEXES ..... 540**

ANNEXE 1: MALFORMATION DE LA DETTE DANS LES ECONOMIES EMERGENTES.....	541
ANNEXE 2: POSITION EXTERIEURE DES PAYS DE LA ZONE EURO .....	547
ANNEXE 3: SIMULATION DE LA REFORME PAR PAYS .....	550
TABLE DES MATIERES.....	556

## Liste des tableaux

Tableau 0-1: <i>Dette résiduelle des pays ne développement (en milliards de dollars US)</i> .....	23
Tableau 1-1: Principales années de défaut sur les engagements extérieurs sous le bimétallisme .....	51
Tableau 1-2 : Quelques épisodes de crises d'endettement extérieur des pays sous le régime étalon et les régimes monétaires de l'entre-deux guerre.....	58
Tableau 1-3: Quelques séries de défauts extérieurs sous les Bretton Woods.....	66
Tableau 1-4: Quelques séries de défauts extérieurs sous les régimes après Bretton Woods ..	70
Tableau 2-1: Création d'une ligne de crédit .....	100
Tableau 2-2 : Paiement sur le marché des biens et services .....	101
Tableau 2-3: Résultat de l'intermédiation financière de la banque.....	102
Tableau 2-4: Mécanisme de flux et de reflux de la monnaie .....	103
Tableau 2-5: Paiement entre clients de banques différentes .....	106
Tableau 2-6: Paiement interbancaire à travers la monnaie banque centrale .....	108
Tableau 2-7: Paiement interbancaire par intermédiation financière .....	113
Tableau 2-8: Bilan des banques secondaires à l'issue de l'intermédiation monétaire.....	114
Tableau 2-9: Bilans lorsque la banque centrale agit comme prêteur de dernier ressort .....	115
Tableau 4-1: Identité de la balance des paiements.....	183
Tableau 4-2 : Paiements monétaires des échanges internationaux .....	189
Tableau 5-1: Malformation de la dette dans les économies émergentes (en milliard de dollar US) .....	273

Tableau 5-2: Malformation de la dette dans la zone euro entre 2004 et 2018 (en milliards de dollars).....	274
Tableau 5-3: Service de la dette relativement à la dette justifiée .....	277
Tableau 6-1: Malformation de la dette extérieure des pays à faible revenu en milliards de dollars US .....	305
Tableau 6-2: Malformation de la dette extérieure des principaux pays endettés de la zone euro en milliard de dollars US.....	306
Tableau 6-3: Duplication des paiements extérieurs et déséquilibre global en milliard de dollars US .....	307
Tableau 6-4: Garanties avec nantissement en millions de dollar US.....	309
Tableau 6-5: Autres passifs conditionnels.....	310
Tableau 6-6: Bilan des règlements en monnaie de réserve .....	313
Tableau 8-1Tableau 8-2: Résultat de paiements du déficit des pays après la réforme .....	409
Tableau 9-1: Résultat des paiements en monnaie unique.....	458
Tableau 9-2: Intermédiation monétaire en monnaie commune .....	465
Tableau 9-3: Paiement final en monnaie commune entre les banques centrales.....	467

## Liste des graphiques

Graphique 1-1 : Évolution des taux de défaut souverain .....	55
Graphique 1-2: Evolution du montant des défauts souverains .....	67
Graphique 1-3: Evolution du niveau d'endettement extérieur des pays en développement....	71
Graphique 1-4: Evolution du service de la dette des pays en développement .....	73
Graphique 6-1:Déséquilibre global du compte courant .....	284
Graphique 6-2: Déséquilibre global du compte courant et de la position extérieure nette ...	285
Graphique 6-3: Déséquilibre global de la position extérieure nette .....	285

## Liste des Figures

Figure 1-1: Composante de la dette extérieure.....	37
Figure 2-1: Circuit de la formation du revenu.....	92
Figure 2-2: Circuit d'utilisation des revenus sur le marché de biens et services.....	93
Figure 2-3: mécanisme de flux et de reflux de la monnaie bancaire .....	104
Figure 2-4 : Utilisation de la monnaie véhiculaire dans les paiements bancaires .....	109
Figure 2-5: Inter médiation financière sur le marché de crédit interbancaire .....	113
Figure 2-6: Financement des opérations de paiements interbancaire par le recours à un prêteur de dernier ressort .....	116
Figure 2-7: Circuit complet des paiements interbancaires .....	117
Figure 4-1 : Paiement des déficits extérieurs : paiements financiers (réel) et monétaire .....	200
Figure 4-2 : Règlement du déficit extérieur par le compte financier.....	202
Figure 4-3: Résultat du paiement monétaire des importations nettes.....	204
Figure 4-4: Paiement du déficit extérieur sans service de la dette en $P1$ .....	205
Figure 4-5 : Effet du service de la dette sur les importations et les exportations de biens réels .....	205
Figure 4-6: Concaténation des effets du paiement monétaires des déficits et du remboursement sur la période $P0$ .....	206
Figure 4-7: Le double effet du paiement des déficits extérieurs .....	213
Figure 4-8: Cercle vicieux du service des intérêts.....	219
Figure 4-9 : Effets du service des intérêts sur les flux de paiements.....	223
Figure 4-10: L'écart réel du service des intérêts.....	225
Figure 4-11: L'écart monétaire du service des intérêts .....	225



Figure 4-12: Le double écart du service des intérêts .....	226
Figure 4-13: Flux monétaire du service d'intérêt en situation d'excédent commercial de même valeur que les intérêts.....	228
Figure 4-14: Ecart du service des intérêts en situation de surplus commerciale de la même valeur que les intérêts .....	230
Figure 8-1: Internalisation des paiements en revenu domestique.....	384
Figure 8-2: Paiement du déficit extérieur à la première période de la réforme par le Bureau .....	402
Figure 8-3 : Paiement de déficit à la deuxième période par le Bureau .....	406
Figure 9-1: Mécanisme de paiement TARGET .....	440

## Introduction générale

La crise de la dette souveraine constitue une menace permanente sur le système financier international. En effet, depuis l'éclatement des accords de Bretton Woods, de nombreux pays connaissent une augmentation rapide du niveau de leur dette extérieure et cette situation aboutit à de fréquentes crises. Par exemple, avant la crise financière en Amérique Latine qualifiée de « décennie perdue », les pays de cette région ont connu à partir des années 1970 une accumulation rapide de la dette par le biais du recyclage des pétrodollars. À la suite du choc pétrolier et de la politique restrictive américaine, les pétrodollars se sont asséchés sur le marché financier. Cette conjoncture a fait monter les taux d'intérêt et a détérioré la position extérieure des pays du fait de la hausse du service de la dette (Koh et al., 2020 ; Kose, Nagle et Sugawara, 2020). La détérioration de la position extérieure a provoqué un rationnement du crédit sur les marchés financiers. Ne pouvant plus emprunter la somme nécessaire pour payer leur dette, les pays ont fait défaut les uns après les autres. Les plans de sauvetage entrepris par les acteurs financiers internationaux se sont soldés globalement par un échec (Ocampo, 2014). Le niveau d'endettement extérieur est passé de 100 milliards de dollars US en 1980 à 420 milliards de dollars US en 1987. Le service de la dette représentait environ un tiers des exportations (Hayes, 1988). Certains pays d'Amérique Latine vont connaître des épisodes d'hyperinflation et de crises du change, qui s'étendront à d'autres régions par la suite. Au total, plus de 80 pays auront échoué à honorer leurs engagements. Il a fallu attendre le plan Brady qui va accorder des annulations de dette pour empêcher l'augmentation rapide de la dette (Kose, Nagle et Sugawara, 2020).

À la fin de la décennie perdue en Amérique Latine, les plans d'annulation de la dette ont permis aux pays d'emprunter à nouveau sur les marchés financiers. Les programmes de sauvetage ont été accompagnés de la libéralisation financière qui a entraîné la baisse du taux d'intérêt et a provoqué un mouvement massif de capitaux vers les pays en développement, notamment ceux d'Asie. Cette situation a incité les économies à s'endetter massivement afin de relancer l'investissement après la récession de la précédente décennie. Il s'en est alors suivi

une nouvelle augmentation rapide du niveau d'endettement extérieur des économies. Cette augmentation des engagements extérieurs implique un niveau élevé du service de la dette. Du fait de la nature relative des taux de change, en anticipant le paiement de la dette, les monnaies de certains pays vont subir des attaques spéculatives (Dymski, 2019, 2003 ; King, 2001). Avec un niveau d'endettement déjà élevé, plusieurs pays vont s'endetter à nouveau pour contrer ces attaques. Malgré les efforts consentis, plusieurs pays vont successivement subir une crise de change. Ainsi, du Mexique en 1994-1995, la crise de change va se répandre en Indonésie et Thaïlande en 1997 avant de contaminer la Corée du Sud, les Philippines, l'Argentine, le Brésil, la Russie et la Turquie. En plus de la crise du change, la plupart de ces pays vont connaître une crise de dette souveraine du fait de leur surendettement (Koh et al., 2020 ; Kose, Nagle et Sugawara, 2020).

Après la restructuration de la dette, les pays sont parvenus à emprunter à nouveau sur les marchés financiers au début des années 2000. Au cours de cette période, la globalisation des activités bancaires a fait baisser les taux d'intérêt. Cette situation a permis aux pays d'emprunter massivement sur les marchés financiers afin de relancer les investissements. Ainsi, il s'en est suivi une augmentation de la dette extérieure principalement des pays d'Europe et d'Asie Centrale. La récession provoquée par la crise des subprimes en 2008-2009 a détérioré la position extérieure des pays les mettant de ce fait en difficulté pour servir leur dette. Malgré la baisse des intérêts, les pays périphériques de la zone euro ont été contraints à faire défaut ou à renégocier le service de leur dette.

De nos jours, la question de la dette souveraine reste une préoccupation centrale dans le système financier mondial. En effet, la dette des pays émergents est passée de 9% du PIB en 2010 à 35% du PIB en 2018. Selon les statistiques de la Banque du Canada, le volume des défauts souverains représentait environ 396 milliards de dollars US. En 2020 le volume de la dette extérieure des pays en développement devrait s'établir à 11 trillions de dollars US en 2020 et le service de la dette devrait atteindre 3,9 trillions (Kharas, 2020). Cette accumulation importante détériore la position extérieure des pays du fait de l'augmentation du ratio de service de la dette par rapport aux exportations. Face à la crise sanitaire, de nombreux pays ont approché le FMI pour bénéficier des instruments des financements d'urgence et d'allègement du service de la dette. Plus de 80 pays bénéficieront d'une assistance financière de la part du FMI et un allègement de la dette sera octroyé à 27 pays (Gregory, Lin et Mühleisen, 2020 ; Kharas, 2020).

En résumé, le système financier international est marqué par une succession de vagues d'accumulation rapide de la dette. Toutefois, les pays ne peuvent pas servir cette dette sans détériorer leur position extérieure ou renégocier une restructuration de la dette. En d'autres termes, les pays ne peuvent réduire le niveau d'endettement sans crises. La procédure de réduction de la dette constitue ainsi un circuit vicieux dans lequel les pays sont contraints de s'endetter lorsqu'ils décident de servir leur dette. Comme illustré par les analyses historiques de Koh et al. (2020) et Kose, Nagle et Sugawara (2020) qui identifient quatre vagues d'accumulation de la dette depuis la chute des accords de Bretton Woods. Parmi ces quatre vagues, trois se sont achevées par des crises financières en général, et la crise d'endettement en particulier. La quatrième est en cours et connaît également la crise d'endettement de la zone euro. L'instabilité financière qui accompagne le service de la dette extérieure constitue un autre défi du système financier international.

En tant que menace pour la stabilité financière, le problème d'endettement extérieur continue de faire l'objet de plusieurs analyses dans la littérature. Ces études transposent les éléments d'analyses de la dette des agents économiques (individus) à l'analyse de la dette du pays. Elles ont pour fondement des outils d'analyse microéconomique et expliquent que l'augmentation rapide de la dette des pays s'expliquerait par les comportements imprudents des débiteurs et des créanciers.

Du côté des débiteurs, le choix des politiques économiques et la dissimulation de la dette seraient au centre de l'accumulation rapide de la dette des pays. Lorsque la dette ne finance pas de projet d'investissement rentables, selon les auteurs, les pays ne pourraient pas mobiliser de ressources suffisantes pour servir leur dette (Ostry, Ghosh et Espinoza, 2015a). Selon Blanchard (1984), le surendettement serait lié au financement de la consommation par la dette des pays. Pour Horváth et Šuster (2014) et Lane (2012, 2015), le surendettement serait le fait d'une mauvaise conjugaison entre la politique budgétaire et la conjoncture économique. En plus, les analyses de Reinhart et Rogoff (2011) expliquent que les dissimule une partie de leur dette pour paraître plus solvables et pouvoir emprunter afin de satisfaire leur besoin de financement. Dans ces conditions, les pays s'endetteraient plus que ne le permettent leur capacité à honorer leurs engagements.

Du côté des créanciers, l'augmentation rapide des prêts s'expliquerait par leurs mauvaises anticipations et leur importante prise de risque. À la recherche de meilleurs rendements, les créanciers, lorsqu'ils anticipent une bonne conjoncture, auraient tendance à

augmenter leurs créances afin d'optimiser la rentabilité de leurs placements (Ayres et al., 2018). Pour Shambaugh (2012), lorsque les créanciers anticipent une conjoncture difficile, ceux-ci augmentent les prêts aux pays détenteurs de monnaie refuge afin de se protéger contre le risque lié à leur anticipation. Dans les analyses, une mauvaise appréciation du risque aurait tendance à faire augmenter le crédit aux pays. L'augmentation de ces prêts du fait de la sous-évaluation du risque viendrait rendre l'endettement des pays insoutenable (Curry, 1997 ; Sachs, 1989c).

En tant que source de surendettement, la maîtrise de la dette des pays passerait selon les auteurs par l'adoption de comportements adéquats. Dans cette perspective, selon Eaton et Gersovitz (1981), la défaillance d'un pays s'expliquerait par sa volonté à ne pas honorer son engagement. Les pays étant des entités souveraines, l'action des créanciers est limitée pour contraindre les débiteurs à adopter l'attitude appropriée à l'endettement extérieur. Les créanciers pourraient néanmoins dissuader les pays à faire défaut en mettant des sanctions comme le rationnement de crédit sur le marché financier ou l'augmentation du taux d'intérêt (Bulow et Rogoff, 1991 ; Eaton et Fernandez, 1995a ; Eaton et Gersovitz, 1981 ; Eaton, Gersovitz et Stiglitz, 1986). En présence de ces sanctions qui représentent le coût du non-paiement de la dette, les pays prendraient les mesures appropriées pour ne pas faire défaut et préserver leur accès futur aux marchés financiers.

Ces analyses vont inspirer les stratégies de gestion de la dette extérieure. Ces stratégies vont dans un premier temps traiter la crise d'endettement comme celle d'une solvabilité (Cline, 1983, 1985) et donc de la volonté des pays à ne pas honorer leurs engagements. Dans ces conditions, les pays défaillants subiront un rationnement de crédit tandis que ceux qui honorent leurs engagements continuent d'accéder au marché. Si les sanctions peuvent dissuader certains pays à consacrer d'énormes efforts pour honorer leurs engagements, ces subissent des déséquilibres économiques interne qui sont les effets pervers du service de la dette. En effet, l'analyse historique de Eichengreen et Portes (1989) montre que les pays qui décident de faire défaut connaissent une forte croissance ce qui permet d'améliorer leur ratio de la dette par rapport au PIB. Comparativement aux pays qui choisissent de ne pas honorer leurs engagements, ceux qui choisissent de servir leur dette freinent leur croissance et détériorent leur position extérieure. Pour Rose (2005), le rationnement de crédit n'est pas seulement une sanction pour les pays insolubles dans la mesure où celui-ci constitue un frein au commerce international. Le rationnement de crédit affecte alors les pays en surplus qui sont créanciers.

L'échec de cette stratégie de gestion de la dette va amener les acteurs à concevoir la crise de la dette souveraine dans un second temps comme simultanément celle d'une solvabilité et liquidité. Dans ces conditions, les stratégies de gestion de la dette des pays vont chercher à améliorer la solvabilité et la position de liquidité des pays. Dans la pratique, les plans de sauvetage consisteront à effacer une partie de la dette existante, à rééchelonner une autre partie et à approvisionner en liquidités pour payer les engagements restants. Ces stratégies ne permettront pas de résoudre durablement le problème. En effet, si l'annulation et le rééchelonnement de la dette permettent de réduire la charge de la dette pesant sur les pays, Allegret (2015) explique que la stratégie présente un effet signal qui est de nature à aggraver la position extérieure du pays. Suivant son analyse, la renégociation de la dette enverrait un signal aux investisseurs sur la qualité des crédits effectués aux pays, et le signe d'une mauvaise conjoncture économique. Cela aura pour conséquence de rationner le crédit sur le marché financier et d'augmenter le taux d'intérêt. Selon l'analyse de Cruces et Trebesch (2013), en général, les pays ayant renégocié leur dette connaissent une augmentation de leur taux d'intérêt du fait de la réévaluation du risque et des exclusions sur le marché des capitaux. La renégociation de la dette laisse ainsi un goût amer à la fois aux créanciers qui perdent une partie de leurs créances et aux débiteurs qui subissent des conditions économiques difficiles.

En somme, il apparaît que les analyses développées jusqu'ici pour expliquer la difficulté des pays à servir leur dette ne sont pas satisfaisantes. En effet, si les plans que ces études inspirent permettent de reporter le problème à une date ultérieure, ils ne donnent pas lieu à une véritable réduction de la dette malgré les efforts consentis par les différents acteurs. En dépit de la succession de plusieurs programmes et réformes pour résorber la crise, les pays n'arrivent toujours pas à payer leur dette sans détériorer leurs conditions économiques. Lorsque les pays préservent leur économie, le paiement de la dette devient une source d'instabilité du marché financier international ce qui amène ces pays à être défaillants sur leurs engagements. La difficulté de ces analyses à proposer une explication satisfaisante du phénomène vient essentiellement de la non-prise en compte du caractère particulier de l'environnement dans lequel les pays doivent payer leurs dettes. Les analyses ignorent effectivement l'effet du système monétaire international dans la structure de la dette. Les rares analyses qui lient l'augmentation de la dette des pays avec le système des paiements ne recherchent que les facteurs conjoncturels susceptibles d'entraîner l'augmentation de la dette des unités de production domestiques. Le travail de Simonsen (1979) en est une illustration parfaite. Si

l'analyse de Simonsen porte sur « *les paiements internationaux et endettements extérieurs* »<sup>1</sup>, elle est focalisée sur l'étude de la balance des paiements qui lui permet de dégager les facteurs conjoncturels qui peuvent provoquer la dette extérieure d'une économie donnée. Cette approche conjoncturelle ne permet pas d'appréhender les difficultés rencontrées par les pays à payer leur dette. Ces difficultés liées au service de la dette demeurent toujours l'un des défis fondamentaux de l'analyse économique internationale. Cette situation appelle une investigation différente de cette question d'endettement extérieur.

Ce travail a pour objet d'examiner les causes structurelles des difficultés que les pays font face lors du paiement de leur dette dans l'optique de proposer une véritable réforme qui permettrait de résoudre de façon durable la question. Pour ce faire, nous proposons d'étudier l'effet du système monétaire international sur le processus de paiement de la dette. De ce fait, notre analyse sera fondée sur les théorèmes de la dette et de l'intérêt développé dans les travaux de (Schmitt, 1984a, 1984b, 1987, 2000a, 2004, 2005, 2012a, 2014) et prolongé par les travaux de Cencini (1991, 1995, 2000, 2012, 2015, 2017b, 2017a) et Cencini et Rossi (2015). À notre connaissance, c'est la première approche qui analyse la formation de la dette avec la structure du système monétaire international.

Cette approche se justifie par le fait que la monnaie joue un rôle central dans les échanges économiques. Dans ces conditions, sa présence formelle dans les échanges influence la formation de la dette dans le système. Par exemple, lors des échanges qui ont lieu dans les économies domestiques, la monnaie nationale est émise par les banques nationales afin de véhiculer le contenu réel des paiements. En transmettant les biens réels aux agents économiques, la monnaie rend les paiements libératoires.

Au niveau international, l'environnement des échanges se distingue par l'absence d'une monnaie supranationale capable de véhiculer le contenu réel des paiements internationaux. Malgré cette absence, la monnaie s'impose dans les règlements internationaux, en altérant le processus de paiements extérieurs. En effet, l'absence d'un véritable moyen de paiement extérieur donne aux acteurs économiques une contrainte supplémentaire à satisfaire, en plus de celle consistant à mobiliser les ressources nationales. Il s'agit du transfert des ressources domestiques. En d'autres termes, si les relations financières qui naissent dans les échanges internationaux sont fondées sur la mobilisation des ressources domestiques, le règlement des

---

<sup>1</sup> Le titre original est : « *Pagamenti internazionali e indebitamento estero* »

positions financières en l'absence de la monnaie véhiculaire impose aux acteurs de se procurer préalablement un moyen de paiement. Dans ces conditions, le règlement des échanges internationaux, et des déficits extérieurs en particulier devient délicat (Cencini, 1995 ; Rossi, 2007a). Pour payer les déficits extérieurs, il n'existe pas d'institution de paiement supranational pour prolonger le pouvoir d'achat de leur monnaie vers un autre espace monétaire. Cette situation donne lieu à des écarts financiers puisqu'en plus des ressources que l'économie nationale cède en contrepartie des importations nettes, le pays est dans l'obligation de se procurer du moyen véhiculaire de ces ressources hors de son espace monétaire.

**TABEAU 0-1: DETTE RESIDUELLE<sup>2</sup> DES PAYS NE DEVELOPPEMENT (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1989 – 1999	2000 – 2009	2010 – 2018
<i><b>Asie de l'Est et Pacifique</b></i>	257,93	112,32	201,72
<i><b>Europe et Asie Centrale</b></i>	2,48	50,61	–144,42
<i><b>Amérique Latine et Caraïbénne</b></i>	245,21	159,21	–74,45
<i><b>Moyen Orient et Afrique du Nord</b></i>	–4,92	28,96	3,38
<i><b>Afrique Sub – Saharienne</b></i>	19,61	107,61	14,62

*Source : Calculé à partir de la base de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019.*

Ces écarts peuvent s'observer dans les statistiques de la position extérieure globale du monde. En effet, s'il n'y avait pas d'écart, la position extérieure globale du monde devrait être nulle dans la mesure où les exportations des uns constituent les importations des autres. Par suite de la particularité du système monétaire international, à l'issue des opérations d'exportations et d'importations, d'importants déséquilibres apparaissent après agrégation de

<sup>2</sup> Selon la définition de la Banque Mondiale, « la différence résiduelle, c'est-à-dire la variation du stock non expliquée par l'un des facteurs identifiés dans le cadre du rapprochement stock-flux de la dette, est calculée comme la somme des comptes identifiés moins la variation du stock. Lorsque cette dernière est importante, elle peut, dans certains cas, servir à illustrer les incohérences des données déclarées. Le plus souvent, cependant, elle peut s'expliquer par un phénomène d'emprunt spécifique à chaque pays » (Base de données de International Debt Statistics (IDS), notre traduction).



la position extérieure de l'ensemble des pays. Ces écarts dans les règlements des échanges internationaux ne seraient pas problématiques si ces derniers n'affectaient pas le niveau d'endettement des pays. Toutefois, à la lecture des statistiques sur l'endettement international, on constate également des écarts qualifiés de dette résiduelle dans les statistiques des engagements extérieurs des pays (Tableau 0-1). Dans ces conditions, la particularité du système monétaire international affecte la structure de la dette extérieure, indépendamment du niveau des déficits extérieurs.

La thèse est construite autour de trois parties composées chacune de trois chapitres. La première partie vérifie l'existence de la relation entre le système monétaire international et la dette extérieure et examine cette relation dans la littérature. Elle est composée de trois chapitres. Le premier chapitre est consacré à la spécification des notions fondamentales dans l'analyse de la dette extérieure et à une étude historique des systèmes de paiements internationaux. La spécification des notions nous permet d'appréhender l'aspect monétaire de la dette souveraine qui sera utilisé tout le long du travail. Après avoir défini les notions fondamentales de la dette extérieure, nous examinons les problèmes d'endettement souverain dans l'histoire du système monétaire international. Dans cette analyse historique, nous montrons que l'écèlement des différents systèmes monétaires internationaux qui se sont succédés survient après que les pays aient fortement accumulé une dette extérieure au point qu'ils n'arrivent plus à payer sans détériorer la stabilité des paiements extérieurs.

Après avoir constaté l'influence des différentes architectures monétaires internationales sur le service de la dette extérieure, nous analysons dans le deuxième chapitre la formation de la dette dans les systèmes de paiements nationaux. Nous commençons par une analyse théorique des paiements afin de dégager les caractéristiques d'un véritable paiement. Après avoir défini les principes qui régissent un paiement, nous confrontons ces principes aux paiements réalisés à différents niveaux (banque commerciale, banque centrale et pays) en accordant un regard particulier au rôle de la monnaie. Nous montrons que les systèmes monétaires domestiques respectent scrupuleusement les principes qui régissent les paiements grâce à l'existence d'une monnaie véhiculaire. Au niveau international, nous expliquons que l'absence d'une monnaie supranationale altère les principes fondamentaux des paiements. En conséquence, nous déduisons de ce dernier résultat que le processus de formation de la dette extérieure dans le système monétaire international est perturbé.

Dans le chapitre 3 de cette première partie, nous faisons un examen critique des analyses sur l'accumulation rapide de la dette des pays. Nous montrons que si les arguments développés dans littérature économique permettent d'expliquer l'augmentation de l'endettement des résidents d'un pays, l'effet du système monétaire international sur la formation de la dette reste inexpliqué. Nous expliquons que cette situation vient de l'approche conjoncturelle que privilégient les auteurs. Dans ces conditions, l'origine des déséquilibres économiques et des instabilités financières qui accompagnent le service de la dette souveraine ne peut être déterminée.

Pour lever cette limite constatée dans la littérature, nous menons dans la deuxième partie, une analyse du processus de la formation de la dette extérieure afin d'appréhender les facteurs structurels qui sont à l'origine de la rapide augmentation des engagements internationaux et partant des crises que celle-ci implique. Cette partie s'articule également autour de trois chapitres. Dans le premier chapitre de cette partie (chapitre 4), nous reprenons les théorèmes de la dette extérieure et de l'intérêt afin de mettre en exergue les éléments structurels qui sont à l'origine de l'accumulation rapide de la dette par les pays. Nous montrons que les pays sont victimes d'une pathologie dans le processus de paiements extérieurs qui entraîne la duplication inévitable du paiement de leurs déficits extérieurs. Cette duplication s'explique par le fait qu'en l'absence d'un moyen de paiement supranational, le règlement des déficits extérieurs nécessite non seulement de mobiliser le contenu des paiements dans l'économie nationale mais aussi le contenant auprès du reste du monde. En d'autres termes, dans l'actuel système monétaire international, les déficits extérieurs sont payés en revenu domestique et en devises qui sont une partie du revenu formé à l'étranger.

Dans le chapitre 5, nous appliquons le théorème de la dette aux difficultés qu'ont les pays à réduire le niveau de leur endettement. Nous montrons d'abord que si l'environnement international respectait tous les principes de paiements, le service de la dette extérieure ne devrait pas être une source de déséquilibres internes. Nous expliquons ensuite que les dysfonctionnements économiques internes qui apparaissent dans les pays lors du service de la dette extérieure sont le résultat de la malformation de cette dette. Nous terminons ce chapitre en prouvant avec des données statistiques que si cette pathologie n'existait pas, les pays ne seraient pas surendettés et n'auraient par conséquent pas besoin de politiques drastiques pour honorer leurs engagements.

Le troisième chapitre de cette partie (chapitre 6) analyse les déséquilibres globaux et l'instabilité financière internationale qui prévaut à la suite de l'accumulation de la dette extérieure. Nous montrons que ces dysfonctionnements sont la partie visible de l'iceberg et la duplication des paiements extérieurs en est la partie cachée. Dans ce chapitre nous cherchons à évaluer l'impact de la duplication des paiements extérieurs sur l'architecture financière internationale. Nous expliquons que cette pathologie génère des capitaux apatrides sur les marchés financiers, et qui profitent à la bulle financière. En d'autres termes, les capitaux apatrides qui résultent de la duplication des paiements extérieurs vont profiter à la spéculation déstabilisatrice. Les déséquilibres globaux ne sont que la résultante de ces capitaux apatrides dans le système financier international.

À la suite de la détermination des causes structurelles des crises de la dette souveraine, la troisième partie de cette thèse propose des solutions idoines pour résorber le problème de la dette extérieure. Étant donné que le rétablissement de l'ordre global dans l'architecture monétaire internationale exige une coopération internationale à grande échelle, donc une grande adhésion de l'ensemble des pays, nous proposons dans cette partie des réformes qui s'appliquent à un pays pris isolément ou à une communauté économique. Cette partie est structurée autour de trois chapitres. Le premier chapitre de cette partie (chapitre 7), consiste en un examen critique des plans de sauvetages mis en œuvre depuis les années 1980 à nos jours pour résorber la crise afin d'appréhender les causes de leur incapacité à mettre un terme au problème. Nous montrons que les stratégies adoptées par ces plans consistent à influencer le comportement des différents acteurs afin de les dissuader de ne pas honorer leurs engagements. Nous expliquons ensuite qu'en se focalisant sur l'aspect conjoncturel de l'endettement, le dysfonctionnement structurel continue de rendre le niveau d'endettement des pays insupportable. En d'autres termes, en réduisant l'endettement des unités de production domestique, les programmes de sauvetage laissent intact l'endettement pathologique dont souffrent les pays, d'où l'inefficacité des stratégies de gestion de la dette.

Dans le deuxième chapitre de cette partie (chapitre 8), nous proposons une réforme applicable à un pays pris isolément. Nous montrons qu'un pays peut empêcher la malformation de sa dette extérieure en internalisant les paiements extérieurs de ses résidents et en réorganisant le paiement de ses partenaires à l'étranger. Nous expliquons par la suite que cette réforme est non seulement avantageuse pour le débiteur, mais aussi pour les créanciers. Nous faisons une simulation à partir des projections des déficits extérieurs et du niveau de service du

principal et des intérêts pour évaluer quantitativement les avantages dont un pays pourrait bénéficier en appliquant la réforme. Par ailleurs, nous montrons que la réforme procure aux pays la stabilité de change tant recherchée par les pays depuis l'avènement de la mondialisation.

Dans le dernier chapitre (chapitre 9), nous proposons des réformes applicables à une communauté économique en général, et dans la zone euro en particulier. Dans un premier temps, nous expliquons que le projet européen, fondé sur des accords de change relatif, souffre de la duplication des paiements extérieurs. Ensuite, nous montrons que si l'appellation euro de la monnaie est homogène au sein de la zone, en revanche, en tant que monnaie, l'euro n'est pas unique. En outre, nous déduisons de ce résultat que les pays européens souffrent également de la duplication du paiement de leurs déficits extérieurs. Enfin, nous proposons deux réformes capables d'empêcher la malformation de la dette au sein de la communauté. La première consiste à passer à une véritable monnaie unique qui rendra les différents espaces monétaires homogènes et la seconde à la mise en place d'une monnaie commune qui permettra à chaque membre d'adapter sa politique en fonction du besoin de son économie.

## **Partie 1 :**

### **Endettement Extérieur Et Système Monétaire International**

## **Introduction de la Partie 1**

Les échanges sont au cœur de l'économie capitaliste. Ceux-ci sont organisés autour d'un système de paiement. Les échanges prennent donc forme grâce au système de paiement. Avec l'avènement de la mondialisation, les échanges entre pays ne cessent de s'accroître et se caractérisent par une situation de déséquilibre. En d'autres termes, pendant que certains pays sont en excédent, d'autres sont en déficit. Cette situation s'explique par le fait que certaines économies reportent leurs consommations présentes en prêtant à d'autres qui avancent leurs consommations futures en s'endettant. En économie de « troc », de tels reports de consommation ne seraient pas possibles que lorsque les besoins entre les acteurs. Étant donné que chaque agent est contraint de présenter un bien réel pour l'échanger contre un autre bien réel, alors, les économies d'échange pur ne permettent pas d'expliquer un système économique caractérisé par des déséquilibres réguliers. En plus, de telles économies ne peuvent exister puisque l'échange serait impossible.

Ces reports de consommation sont typiques des économies monétaires. Les échanges des économies modernes se fondent ainsi sur des systèmes de paiement, qui sont régis par la présence de la monnaie. Les déficits et les surplus qui apparaissent lors des échanges sont enregistrés sous forme de dette et créance dans le système de paiement dans lequel ils sont effectués. Dans ces conditions, la formation de la dette est fonction du système de paiement en place. Lorsque le système de paiement présente des défaillances, il affectera la structure de la dette et partant le service de la dette. En conséquence, si le système monétaire national influence la formation de la dette intérieure, le système monétaire international va quant à lui affecter la formation des engagements extérieurs. Avant de nous lancer dans la recherche des causes des crises de la dette extérieure, il est essentiel de vérifier l'existence de la relation entre le système monétaire international et la dette extérieure. Cette étude permettra de définir l'approche à suivre pour déterminer les causes de la crise de dette extérieure.

L'objectif de cette partie est d'examiner la relation entre la dette extérieure et le système monétaire international afin de déterminer la meilleure approche pour analyser les causes de la crise de dette souveraine. Afin de vérifier cette relation, nous faisons d'abord une observation historique des systèmes monétaires internationaux après avoir défini les notions fondamentales qui interviennent dans l'analyse de la dette souveraine. La définition de la dette extérieure fait la distinction entre l'obligation des résidents et celle du pays en tant qu'ensemble. Elle explique que la dette souveraine est la dette du pays en tant qu'ensemble souverain. L'analyse historique quant à elle montre que les crises de dettes souveraines correspondent à des périodes de dysfonctionnement du système monétaire international.

Ensuite, du fait du résultat des observations historiques, nous analysons la formation de la dette dans les différents systèmes de paiement à des niveaux distincts de règlement. Nous constatons que les caractéristiques des paiements sont respectées au niveau des règlements nationaux du fait de l'existence d'une monnaie véhiculaire qui caractérise ces systèmes. Au niveau des paiements internationaux, nous constatons que l'absence d'une véritable monnaie de paiement international altère les règlements extérieurs et cause la formation de la dette extérieure des pays. Ce constat nous incite à examiner la formation de la dette dans le système monétaire international afin d'identifier l'origine de l'accumulation rapide de la dette des pays qui les précipite en crise.

Enfin, avant d'entrer dans l'analyse du système monétaire international proprement dit, nous présentons une revue critique de la littérature afin de trouver l'approche à privilégier pour comprendre la formation de la dette. Il apparaît que la littérature privilégie une approche conjoncturelle afin de repérer les déterminants de la dette extérieure comme source de surendettement. Nous montrons que si ces déterminants permettent d'expliquer l'endettement des résidents, en revanche, ils ne permettent pas d'expliquer l'origine de la dette du pays en tant qu'ensemble souverain. Ce résultat nous indique que l'approche structurelle du système monétaire international semble mieux adaptée pour expliquer la dette extérieure du pays en tant qu'ensemble.

Cette partie est composée de trois chapitres. Le premier chapitre est consacré à la discussion des notions fondamentales de l'analyse de la dette et à une analyse historique des systèmes monétaires internationaux. Le deuxième chapitre consiste en un examen théorique de la structuration de la dette en fonction des systèmes de paiement. Dans le dernier chapitre, nous

étudions les principaux arguments développés dans la littérature pour expliquer l'origine du surendettement des pays.



# **Chapitre 1 : Les concepts de dette extérieure et de dette souveraine : des paiements internationaux à la notion d'endettement des pays**

## **Introduction**

Si la notion de dette paraît courante dans l'usage quotidien, elle devient confuse lorsqu'elle est au cœur de l'analyse de certains problèmes économiques. Selon le Petit Robert, une dette se définit comme une « *[o]bligation pour une personne (débiteur) à l'égard d'une autre (créancier) de faire ou de ne pas faire quelque chose, et spécialement de payer une somme d'argent* ». Cette définition semble lever toute confusion concernant le concept. Toutefois, comme l'affirme Krugman (2012, nous traduisons), « *lorsque les gens (...) parlent de déficit et de dette, ils n'ont généralement aucune idée de ce dont ils parlent - et ceux qui parlent le plus comprennent le moins* ». La polysémie des notions devient manifeste dans les analyses des problèmes d'endettement extérieur.

Lors des différents épisodes de crise d'endettement, la dette des pays faisait référence à la notion de dette extérieure. Dans les analyses, la notion fait référence à l'ensemble des engagements du secteur public mais aussi du privé (Arruda, 2000 ; Toussaint, 2017). Dans cette situation, la source de la crise d'endettement ne devrait pas être imputée aux seules dépenses de l'État. Une des particularités que font ressortir les études sur les problèmes d'endettement extérieur est l'absence de méthodes légales ou coercitives pour imposer le remboursement au débiteur. Cette caractérisation permettra ainsi aux auteurs de créer un cadre d'analyse d'information imparfaite et de mobiliser les outils microéconomiques pour expliquer le problème d'endettement (Eaton, Gersovitz et Stiglitz, 1986 ; Stiglitz et Weiss, 1981a). En se fondant sur le facteur de souveraineté de la dette extérieure, ces analyses concluent que les crises viendraient du comportement irresponsable des pays débiteurs. En conséquence, la mise en place de sanctions financières (augmentation du taux d'intérêt, restriction de crédit par

exemple) permettrait de dissuader les pays de faire défaut sur leurs engagements (Eaton et Fernandez, 1995a ; Eaton et Gersovitz, 1981 ; Eaton, Gersovitz et Stiglitz, 1986 ; Reinhart et Rogoff, 2010a).

Toutefois, une des limites de cette approche des problèmes d'endettement réside dans le fait qu'elle ne prend pas en compte l'ensemble des composantes de la dette extérieure. En effet, si les données relatives à l'endettement extérieur incluent une composante privée (FIGURE 1-1), les explications dominantes mettent en avant des arguments qui ne tiennent compte que des comportements des États en tant qu'unité de production. Les auteurs aboutissent à cette conception partielle du fait de la difficulté d'expliquer le passage de la composante privée de l'endettement extérieur à un endettement de nature souveraine.

Par ailleurs, entre le milieu des années 1990 et le début des années 2000, des analyses commencent à concevoir les problèmes d'endettement des pays comme une crise de dette souveraine. Cette conception permet d'éviter tout amalgame avec la composante privée des engagements extérieurs, mais demeure cependant délicate. Par exemple, Chen (2019) et Kuepper (2018), définissent la dette souveraine comme l'ensemble des obligations d'un gouvernement envers des créanciers. Cette définition de la dette présente l'inconvénient de faire perdre la dimension territoriale de la dette. Pour rétablir le lien entre la dimension territoriale et dette souveraine, Collins la définit ainsi : « *la dette souveraine est la dette publique libellée dans une monnaie autre que la monnaie nationale* »<sup>3</sup> (nous traduisons). Si la conception de Collins rétablit la dimension territoriale de la dette, elle ignore néanmoins les engagements souverains qui sont générés par les activités du secteur privé. En effet, pour Sean, Obstfeld et Thomsen (2017), la dette souveraine définit l'obligation due ou garantie par l'État. Toutes ces raisons montrent qu'« *il n'y a sans doute pas une seule conception correcte de la dette [souveraine]* » (Arslanalp et al., 2019, p. 64, nous traduisons).

La polysémie du concept de dette souveraine met en cause les analyses qui s'engagent à déterminer les causes de la dette souveraine. Selon Krugman (2010, 2013), un problème conceptuel est effectivement à l'origine des résultats biaisés des études sur la crise d'endettement souverain. Ainsi, « *le fait de ne pas mieux clarifier les concepts a causé des préjudices considérables — et ces préjudices ne sont pas atténués par les remarques d'une exagération possible des effets de l'austérité* » (Krugman, 2013, notre traduction). Si la dette

---

<sup>3</sup> <https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/sovereign-debt>

souveraine s'identifie à la dette de l'État, alors elle ne saurait désigner la dette extérieure qui est générée aussi bien par le secteur public que par le secteur privé. Or comme expliqué par Mohr (1991, p. 2), la dette souveraine ne diffère pas de la dette extérieure (FIGURE 1-1) qui définit la « *dette du gouvernement émise à l'étranger. Elle comprend également les dettes contractées par des particuliers ou des institutions à l'intérieur d'un pays et dues à d'autres particuliers ou institutions dans un autre pays. Souvent, cette dette internationale privée est soutenue par des garanties du gouvernement du pays d'origine. Pour un prêteur étranger, cela signifie que le prêt est en fait un prêt à un gouvernement étranger* » (Mohr, 1991, p. 2, nous traduisons). Une meilleure conception de la dette souveraine devra ainsi prendre en compte les deux composantes (privée et publique) mais aussi son caractère territorial (espace monétaire).

La difficulté des auteurs à appréhender les causes structurelles des crises d'endettement des pays tient en partie à l'impossibilité de prendre en compte dans le cadre d'analyse conventionnelle simultanément la double composante de la dette souveraine. Les définitions des concepts centraux (dette extérieure et dette souveraine) couvrant l'ensemble des unités de production (privée et publique) et du territoire monétaire, sont essentielles pour appréhender pleinement les causes structurelles des crises de dette souveraine.

Ce chapitre a pour objet de spécifier les notions fondamentales en l'occurrence celle de la dette extérieure et de la dette souveraine, qui font l'objet d'une polysémie dans l'analyse de l'endettement des pays. Nous analysons et montrons dans un premier temps que la dette est extérieure du fait des paiements impliquant des ensembles monétaires distincts. La dette souveraine apparaît comme une composante des engagements extérieurs du pays qui prend sa source dans la contrainte de paiement en devise. Par la suite nous procéderons à une étude historique des différents systèmes de paiement internationaux depuis le bimétallisme à nos jours. Nous constaterons que la plupart des grandes crises d'endettement qui ont prévalu dans l'histoire coïncident avec des périodes de dysfonctionnement de paiements internationaux.

Ce chapitre est organisé en deux sections. La première discute des notions d'engagement extérieur et de dette souveraine, tandis que la seconde présente les effets induits des différentes architectures des paiements internationaux sur la structure de la dette des pays.

## 1.1. Les concepts de dette extérieure et de dette souveraine

La dette représente l'ensemble des engagements des acteurs d'une économie à une période donnée. Elle est souvent approchée sous la forme d'une consommation intertemporelle suivant laquelle, les agents économiques endettés renoncent à une partie de leur consommation future pour une consommation à la période considérée. Dans l'analyse économique, l'ensemble des engagements d'une économie donnée est appelé dette globale (Mbaye, Badia et Chae, 2018). Selon qu'elle est contractée par le secteur public ou privé, la dette globale se compose de la dette privée et celle publique. Selon l'OCDE, la dette privée « *est une dette résultant d'un prêt accordé par une entité privée, telle qu'une banque ou un exportateur. Elle peut être garantie par le secteur public* » (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2008, p. 422). En d'autres termes, c'est l'ensemble des engagements contractés par tout acteur autre que le secteur public. Quant à la dette publique, selon le FMI, elle « *comprend toutes les dettes des unités du secteur public résident envers les autres résidents et les non-résidents* » (Task Force on Finance Statistics, 2014a, p. 245). La dette est donc publique ou privée selon que les secteurs emprunteurs sont publics ou privés. En changeant de perspective et en considérant cette fois-ci l'origine des fonds, une autre distinction peut être introduite, à savoir la dette intérieure et la dette extérieure.

La dette intérieure se définit comme l'ensemble des engagements du secteur privé et du secteur public vis-à-vis des créanciers domestiques. Elle est un emploi de l'épargne nationale. Certains auteurs concluent que cette dette constitue une menace centrale pour la stabilité financière et recommandent le contrôle des engagements intérieurs principalement ceux du secteur public (Murphy, 2017 ; Reinhart et Rogoff, 2011b ; Remes, 2018). Cependant, dans sa lecture macroéconomique, Krugman (2012, 2014, 2015) relativise cet argument en redéfinissant la dette comme un engagement de l'économie envers elle-même. En effet, selon Krugman (2015), si « *[u]ne famille endettée doit de l'argent à d'autres personnes, l'économie mondiale dans son ensemble se doit de l'argent à elle-même. (...) parce que la dette est de l'argent que nous devons à nous-mêmes, elle ne rend pas directement l'économie plus pauvre (et la rembourser ne nous rend pas plus riches)* » (notre traduction).

Vu dans ce sens, le niveau de la dette ne représenterait pas en soi une menace sur la production nationale, et donc sur la stabilité économique. En effet, concernant la dette intérieure, certaines analyses ont mis en évidence que les défauts internes sont le résultat d'une

malformation structurelle et non du volume d'endettement. Pour Keynes (1936) par exemple, l'instabilité financière qui accompagne les défauts internes n'est pas due à l'endettement domestique en soi, mais au surinvestissement des capitalistes. Dans une lecture macroéconomique d'ensemble, Schmitt (1984c) montre que le surendettement résulte de la suraccumulation du capital. En effet, en période de suraccumulation de capital, les profits vont chercher à se rentabiliser hors de la sphère de production ce qui va créer un déséquilibre dans la sphère financière et partant de la formation des bulles d'endettement. La cause fondamentale de l'instabilité financière n'est donc pas l'endettement intérieur des agents économiques, mais s'expliquerait plutôt par le phénomène de la suraccumulation du capital<sup>4</sup> qui rend le volume de la dette insoutenable (voire impayable en l'état).

L'objet de ce travail étant d'appréhender les dysfonctionnements internationaux qui sont susceptibles de provoquer le défaut des pays, l'analyse de la dette intérieure s'avère moins pertinente pour faire apparaître l'effet des paiements internationaux sur les crises d'endettement souverain. Si l'analyse de Krugman peut être valide dans l'économie domestique, elle minimise toutefois l'effet de la monnaie dans la formation d'une dette impliquant deux zones monétaires distinctes. De ce fait, le concept de la dette extérieure qui fait l'objet de ce travail mérite d'être défini.

Cette section se décompose en deux sous-sections. Dans la première section, nous définissons et discutons le concept de dette extérieure et les notions connexes. Le concept de dette souveraine est défini dans la seconde sous-section en mettant en exergue sa genèse.

### **1.1.1. La dette extérieure**

Trois points sont développés dans cette sous-section. Le premier se donne pour objet la définition du concept. Les deux derniers définissent et discutent les principales notions dérivant du concept.

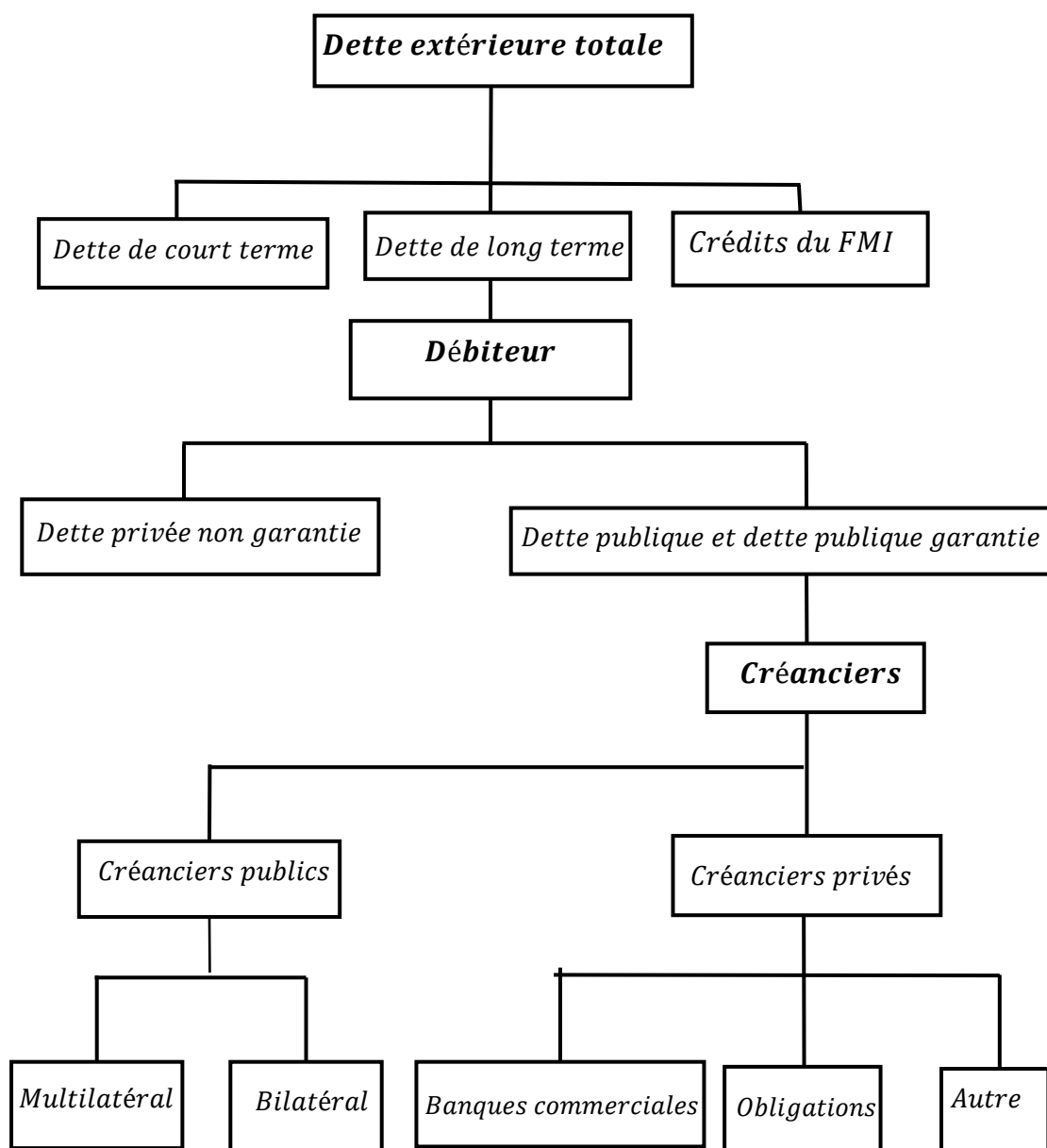
---

<sup>4</sup> Nous développons le concept du surinvestissement et de la suraccumulation dans le premier chapitre de la deuxième partie.

### 1.1.1.1. Définition

La dette extérieure représente l'ensemble des engagements vis-à-vis de l'étranger. Selon le FMI effectivement, elle représente « *la position des passifs courants effectifs, non conditionnels, qui comportent l'obligation pour le débiteur d'effectuer un ou plusieurs paiements en remboursement du principal et/ou de verser des intérêts à un ou plusieurs moments futurs, et qui sont dus à des non-résidents par des résidents d'une économie* » (Task Force on Finance Statistics, 2014, p. 5).

**Figure 1-1:** Composante de la dette extérieure



Source : adaptée à partir de World Bank (2018a, p. 68)

La conception de la Banque Mondiale met l'accent sur les acteurs qui peuvent être engagés par la dette extérieure. En effet, selon la banque mondiale, la dette extérieure « *est une dette due à des non-résidents, remboursable en devises, en biens ou en services. La dette extérieure totale est la somme de la dette à long terme publique, garantie par l'État et non garantie par le secteur privé, de l'utilisation du crédit du FMI et de la dette à court terme. La dette à court terme comprend toutes les dettes ayant une échéance initiale d'un an ou moins et les intérêts de retard sur la dette à long terme* » (World Bank, 2019, notre traduction). La dette extérieure est l'ensemble des engagements du privé et du public envers le reste du monde (FIGURE 1-1).

Ces définitions dégagent deux notions principales qui sont au cœur du concept de la dette extérieure. La dette extérieure traduit une relation entre les résidents d'une économie donnée et les non-résidents. Ainsi, la notion de résidence serait donc un élément central dans l'analyse du concept. De même, le point de départ de ces définitions repose sur le terme engagement, justifiant de ce fait la présentation des caractéristiques de ces engagements afin de permettre une meilleure élucidation du terme « dette extérieure ».

### **1.1.1.2. La résidence**

La notion de résidence est essentielle dans la conception de la dette extérieure. En effet, la dette peut se définir comme l'engagement que les résidents d'une zone monétaire donnée contractent avec les non-résidents, c'est-à-dire les résidents d'autres zones monétaires. Par définition, les résidents sont des unités institutionnelles organisées autour d'une activité de production et d'échange avec d'autres entités économiques (System of National Accounts (SNA) 2008, 2009). Pour le FMI, « *les résidents d'une économie comprennent les administrations publiques, les particuliers, les organismes privés sans but lucratif au service des particuliers, et les entreprises, tous définis en fonction de leur relation avec le territoire de cette économie. Le territoire d'une économie comprend ses mers territoriales et les eaux internationales situées au-delà de ses eaux territoriales, sur lesquelles l'économie a ou prétend avoir une juridiction exclusive ; les territoires et possessions d'outre-mer peuvent être considérés ou non comme des économies distinctes* » (International Monetary Fund (IMF), 1993, p. 19, notre traduction). Le concept de résident s'étend donc à toute personne capable de consommer et/ou de produire des biens et services, ou engager des échanges économiques avec d'autres territoires économiques.

Le concept de résidence se déduit de celui du résident. Il définit le territoire économique où les activités de production et d'échanges des résidents sont effectuées. En effet, selon le SNA 2008, « *la résidence de chaque unité institutionnelle est le territoire économique avec lequel elle a le lien le plus fort, c'est-à-dire son centre d'intérêt économique prédominant* ». En d'autres termes, la résidence est un espace juridique et physique (International Monetary Fund (IMF), 2009, p. 50) dans lequel les activités économiques des unités institutionnelles sont organisées et contrôlées par une autorité souveraine.

Dans les économies modernes, le cadre de production et d'échange est délimité par la monnaie. De ce fait, de ces différents concepts le seul critère, à la fois précis et logique, est celui de la zone monétaire. La zone monétaire permet effectivement d'englober tous les critères associés à la notion de résident et de résidence. Le résident peut ainsi se redéfinir comme l'ensemble des unités institutionnelles, dont l'activité économique, s'inscrit dans un espace monétaire spécifique<sup>5</sup>. Par analogie au lien établi entre le résident et le système monétaire, la résidence se redéfinit comme l'espace monétaire où prennent forme les activités économiques<sup>6</sup>. Cette redéfinition ne diffère pas de celle du FMI dans la mesure où l'économie est organisée par la monnaie qui est le symbole de souveraineté d'un gouvernement (Aglietta, 2016 ; Aglietta et Orléan, 1982 ; Blanc, Ponsot et Théret, 2007 ; Théret, 2007).

### 1.1.1.3. Les engagements

L'une des caractéristiques principales des engagements de la dette extérieure est que ceux-ci sont générés dans les paiements impliquant deux espaces monétaires distincts. En effet, selon le FMI, « *Pour qu'un engagement soit inclus dans la dette extérieure, il doit exister et être exigible. Le facteur décisif est le fait qu'un créancier détient une créance sur un débiteur. Le fait générateur d'une dette est généralement la fourniture d'une valeur économique — c'est-à-dire, des actifs (financiers ou non financiers), des services et/ou un revenu — par une unité*

---

<sup>5</sup> Cette définition est aussi valable pour les pays qui utilisent la monnaie d'autres pays (les pays dollarisés notamment) dans la mesure où lorsque étant donné sa nature, la monnaie ne peut quitter son territoire d'émission, même si le nom des unités de compte ne diffère pas, toute transaction qui s'effectue dans ces pays s'effectue sur la base d'une nouvelle émission monétaire. En effet, tout moyen de paiement à l'intérieur d'un pays résulte d'une nouvelle écriture (nouvelle émission) et non d'une ancienne écriture comptable ou d'une écriture d'un système monétaire différent. C'est le cas des économies dollarisées, bien que les billets de banque soient ceux des États-Unis, la comptabilité bancaire leur est propre. Les analyses menées par Cencini (2012, 2016) et Rossi (2018) montrent par exemple que dans la zone euro bien que les unités de compte aient les mêmes appellations, les moyens de paiement sont distincts.

<sup>6</sup> La production économique naît de la monétisation des produits physiques comme nous le montrons dans le chapitre prochain. De ce fait l'activité économique est inscrite et délimitée par la zone monétaire. Le concept de zone monétaire est donc intrinsèque à l'activité économique.



*institutionnelle, le créancier, à une autre, le débiteur, normalement dans le cadre d'un contrat. L'engagement peut aussi résulter de l'application d'une loi, et d'événements qui imposent des paiements de transfert à l'avenir ».* L'objet de ces engagements doit porter sur une production future des résidents. Comme mentionné par le FMI, « *[l]es engagements de fournir ultérieurement une valeur économique ne sont pas générateurs de dettes tant que des biens n'ont pas changé de propriété, qu'une prestation de services n'a pas eu lieu, ou encore qu'un revenu n'a pas été reçu; ainsi, les montants qui restent à décaisser au titre d'un prêt ou d'un engagement d'octroi de crédits à l'exportation ne doivent pas être inclus dans la position de la dette extérieure brute* » (Task Force on Finance Statistics, 2014, p. 5).

L'une des particularités des engagements est que leur service pose deux problèmes essentiels qui sont d'une part l'acquisition de la valeur économique et d'autre part le paiement de celle-ci. En effet, au niveau national, lorsque la valeur économique est acquise, le problème de transfert ne se pose pas dans la mesure où la création de cette valeur et de l'outil de transfert est instantanée. Comme l'exprime le FMI, à l'échelle nationale, « *[d]ans de nombreux cas, comme les achats au comptant que les ménages effectuent dans les magasins, il y a fourniture d'une valeur économique contre paiement immédiat, auquel cas aucun passif sous forme d'instrument de dette n'est créé* »<sup>7</sup>.

Toutefois, dans les paiements extérieurs, les valeurs économiques créées par les débiteurs ne sont pas suffisantes pour se libérer de leurs engagements. En effet, contrairement aux économies domestiques où l'activité de production économique procure simultanément au payeur les moyens de transfert des biens réels, à l'échelle internationale, le problème de transfert se distingue de la contrainte de disposer des biens réels. Pour résoudre ce problème de transfert, l'économie débitrice doit se procurer au préalable le moyen de paiement de son partenaire étranger. Autrement dit, il faut non seulement disposer des moyens d'achat « internes » mais, il faut passer en plus par une étape supplémentaire ; il faut avec les moyens internes se procurer les moyens de paiement extérieur. Du fait de l'absence de la monnaie dans les paiements extérieurs, pour servir la dette les engagements extérieurs, les pays sont ainsi soumis à une double contrainte.

---

<sup>7</sup> Citation tirée de la note de bas page de Task Force on Finance Statistics (2014, p. 5).

## **1.1.2. Dette souveraine**

Après avoir défini la dette extérieure, il s'avère essentiel de spécifier le concept de dette souveraine qui est très souvent source de confusion dans les analyses. Cette sous-section, organisée autour de trois points, vise à définir de façon précise la notion de dette souveraine. Nous discuterons d'abord la relation entre la dette extérieure et la dette souveraine afin de relever les dissimilitudes qui sont associés au concept. Ensuite, nous discuterons le concept de la dette en fonction de la structure monétaire. Enfin, nous en déduirons une définition du concept.

### **1.1.2.1. Dette souveraine ou dette du souverain ?**

Dans la littérature, la dette souveraine est très souvent assimilée à la dette de l'État ou à celle du gouvernement central. Elle se définirait comme l'engagement du gouvernement central vis-à-vis du reste du monde. Par exemple, dans les études pour déterminer les défauts souverains, Eaton (1990) et Eaton et Gersovitz (1981) construisent un modèle microéconomique fondé sur l'investissement public. Dans les analyses de Bulow et Rogoff (1989) et Reinhart et Rogoff (2010b, 2011a, 2011b, 2011c) également, la dette souveraine est présentée dans les graphiques et les modèles théoriques comme la dette publique domestique et extérieure. La dette souveraine serait donc synonyme de la dette publique. La dette souveraine est également présentée souvent comme celle engageant le gouvernement central. En effet, dans les analyses sur la crise de la dette en Europe les auteurs mettent en avant la dette cachée du gouvernement grec comme celle qui est à l'origine de la crise (Lane, 2012). Les études menées par Cline (2011, 2012) se focalisent également sur la dette publique pour expliquer les crises de la dette souveraine.

Une analyse de ces différents concepts montre que la notion de dette souveraine a une couverture plus large que les engagements contractés par l'État, le secteur public ou le gouvernement central. En effet, le concept de dette de l'État est utilisé tantôt pour se référer à la dette du gouvernement central tantôt pour indiquer les engagements contractés par l'ensemble des administrations publiques (Etat, collectivités locales et sécurité sociale) ou du secteur public (administrations publiques et les entreprises publiques) (Chouraqui, Jones et Montador, 1986). La dette contractée par le secteur public s'inscrit globalement dans le cadre de fourniture de biens et services publics. Dans ces conditions, la dette du secteur public

apparaît comme la dette d'un souverain qui ne diffère pas structurellement de celle contractée par le secteur privé qui a pour objet le financement de l'activité de production et de la consommation de personnes privées. Dans la constitution de la dette publique, se trouvent les engagements contractés par l'administration centrale. Certaines analyses considèrent l'engagement du gouvernement central comme la dette souveraine.

En ce qui concerne la définition du gouvernement central, selon l'OCDE, il représente une unité institutionnelle chargée de collecter les taxes et d'engager des activités économiques (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2008). Suivant le SNA 2008, le gouvernement central est responsable de la défense nationale et des relations avec les gouvernements étrangers. En d'autres termes, il fournit les services liés à la souveraineté d'un pays. Le gouvernement central apparaît une fois de plus comme un acteur qui participe à la production de l'économie. Mis à part le caractère souverain de cet acteur, l'engagement présente les mêmes caractéristiques que celui du privé. D'après Mohr également, la dette souveraine représente l'engagement du gouvernement central dans son activité de production et celui contracté comme garant du secteur privé. L'approche de la dette souveraine par celle de l'administration centrale est donc partielle.

En résumé, approcher la dette souveraine par la dette du gouvernement central, de l'État ou du secteur public exclut la part du privé dans la dette souveraine. Dans son analyse sur le système monétaire international, Keynes (1978a, p. 368, notre traduction) affirme effectivement que, *« une autre raison qui pèse souvent, je pense, est la fausse analogie entre la dette de l'individu et la dette de l'État. Il n'y a pas de véritable analogie entre les deux. Les raisons qui poussent un individu à se libérer de sa dette peuvent s'appliquer aux obligations extérieures de l'État ; mais elles ne peuvent s'appliquer à ses obligations intérieures »*. Autrement dit, la différence entre la dette du secteur privé et celle du gouvernement est centrale pour les engagements domestiques. Lorsqu'il s'agit d'engagements extérieurs, cette différence n'est pas fondamentale. Il s'agit d'engagements d'unités institutionnelles résidentes vis-à-vis d'autres unités de production non-résidentes. De son côté, le FMI soutient que *« pour les marchés et analystes financiers, la dette souveraine est souvent la dette qui a été contractée par le gouvernement national. Contrairement à la définition du secteur public, qui est un groupement d'unités institutionnelles, celle de la dette « souveraine » repose sur des critères fonctionnels. Normalement, l'« émetteur souverain » de la dette est le gouvernement (généralement national ou fédéral) qui a, de fait, compétence en premier chef sur une juridiction reconnue dont la dette est celle en question. En conséquence, la dette souveraine*

*est la dette qui a été juridiquement contractée par le gouvernement national* » (Task Force on Finance Statistics, 2014, p. 241).

Telle qu'elle est conçue par le FMI, la dette du souverain représentée par les engagements du secteur public dans le financement de son activité de production ne peut être confondue avec la dette souveraine. En d'autres termes, la dette de l'État (souverain) se distingue de la dette souveraine du fait que la première concerne l'engagement d'un résident tandis que la seconde représente l'engagement d'un pays, de l'Etat-nation ou de l'ensemble des résidents, Etat inclus. Toutefois, si la dette souveraine est différente des engagements qui financent les activités de production d'unités institutionnelles résidentes, l'objet de cette obligation du gouvernement central reste indéfini.

### **1.1.2.2. La dette interrégionale et la dette internationale**

La distinction entre la dette interrégionale et la dette internationale est essentielle pour comprendre la dette souveraine. En effet, comme l'écrit Goodhart (1989, p. 386, notre traduction), *« si vous ne comprenez pas comment l'équilibre entre Manchester et Londres, ou Chicago et New York, est maintenu, comment sera-t-il possible de comprendre clairement les relations économiques entre Londres et New York, où l'existence de monnaies distinctes introduit une couche supplémentaire de complexité »*. En d'autres termes, pour saisir le concept de dette souveraine il est essentiel d'analyser les engagements à l'intérieur d'un système monétaire homogène et ceux entre systèmes monétaires hétérogènes. Cette section se propose de ce fait, de lever les ambiguïtés autour du concept de la dette souveraine.

#### ***a. La dette interrégionale***

Une région monétaire définit un ensemble de pays qui utilisent une monnaie commune comme moyen de paiement. Les déficits qui apparaissent dans ces régions donne lieu à des engagements régionaux. Selon Goodhart (1989), ces déficits, qui n'engendrent pas de problème de balance de paiement pour la région déficitaire, ne génèrent pas en conséquence une dette. Cette absence d'endettement s'expliquerait par le fait que *« la facilité de l'ajustement financier interrégional résulte du degré élevé de substitution entre les actifs financiers émis dans les différentes régions »* (Goodhart, 1989, p. 390, nous traduisons). En d'autres termes, les paiements interrégionaux n'engendrent pas de dette nette pour le pays en tant qu'ensemble, car les actifs financiers d'une région déficitaire se substituent facilement à ceux de la région en

surplus. Ce degré de substitution dépendrait, suivant l'explication de Goodhart, des facteurs tels que la familiarité avec les lois et coutumes entre les régions, de possibilité de conflit entre autorités des différentes régions, de l'importance accordée à la stabilité du taux de change.

Construite en termes de substitution d'actifs, l'analyse de Goodhart est fondée sur une dichotomie entre le secteur réel et le secteur monétaire tout en ignorant le rôle véhiculaire de la monnaie et son pouvoir libérateur dans les échanges. Dans cette perspective, les actifs financiers ne seraient pas véhiculés par la monnaie qui leur a donné naissance, mais de la facilité de la monnaie à se déplacer du pays du payeur à celui du payé. Cette facilité dépendrait des considérations socioéconomiques et politiques des acteurs économiques. En conséquence les paiements correspondraient à un déplacement de « stock de monnaie » entre payé et payeur. Ainsi, l'absence de dette interrégionale traduirait l'impossibilité d'existence de déficit entre régions dans la mesure où chaque partie échangerait un stock donné relativement à un autre. En effet, comme l'explique Graeber (2011, p. 21, nous traduisons), *« la différence entre une dette et une obligation est qu'une dette peut être quantifiée avec précision. Pour cela, il faut de l'argent. Ce n'est pas seulement l'argent qui rend la dette possible : l'argent et la dette apparaissent exactement au même moment »*. Dans une approche dichotomique, la monnaie est un stock et est détournée de sa véritable nature de flux. La substitution des actifs financiers ne permet donc pas de justifier de la présence ou de l'absence véritable de la dette interrégionale.

Pour Cencini et Schmitt (1991), entre régions d'une même zone monétaire, il n'existe pas de problème de substitution monétaire dans la mesure où l'élément unificateur de ces régions ; la monnaie nationale, homogénéise les monnaies des différentes régions. Grâce à cette monnaie, les paiements de déficit qu'effectuent les résidents ont un pouvoir libérateur ce qui explique l'absence de dette interrégionale. En effet, lorsque les pays forment une région monétaire homogène (comme c'est le cas du Royaume-Uni), il ne subsiste que les relations financières entre résidents car la monnaie émise par l'institution de paiement permet la compensation monétaire et financière entre les pays en tant qu'ensemble. En absence de cette monnaie interrégionale, des relations financières entre les ensembles (pays) vont subsister du fait de l'acquisition du moyen de paiement et qui ne peuvent se régler (Cencini, 1995). En conséquence, à l'issue des paiements interrégionaux, à l'exception des engagements qui peuvent exister entre les résidents des différentes régions, aucune dette engageant une région en tant qu'ensemble ne subsiste. La compensation dans les paiements interrégionaux se traduit par l'absence de la contrainte d'accumuler des réserves monétaires régionales. La contrainte

de financement du déficit par les autorités de la région disparaît. Bien que les régions ne sortent pas endettées à l'issue des paiements, les services de la région peuvent s'endetter pour financer leur activité de production. Comme l'affirme Cencini (1995, p. 283, notre traduction), « *[e]n dehors des dettes contractées par les résidents, aucune véritable dette interrégionale ne peut être constatée. Le sens de cette expression est donc métaphorique, comme le confirme le fait que les régions en tant que telles ne constituent pas de réserves officielles pour faire face à leurs dettes internes* ». De son côté, si Goodhart (1989, p. 392, notre traduction) met en avant l'hypothèse du degré de substitution des titres financiers, il semble cependant admettre le rôle central de la monnaie dans l'absence de dette lorsqu'il indique que « *[l]a préoccupation de tout pays quant à l'adéquation de son stock de réserves internationales n'a tout simplement pas de contrepartie dans les transactions interrégionales* ». En d'autres termes, toute dette qui peut exister entre deux régions n'engage que des résidents pris individuellement et non l'ensemble des résidents. La monnaie de ce dernier ne devient pas un objet des paiements interrégionaux. Comme illustré dans les paiements entre l'Angleterre et l'Écosse où aucune nation ne s'endette en payant son partenaire. Il en est de même pour les États-Unis où le système de compensation créé grâce à la monnaie fédérale empêche que les paiements des résidents provoquent l'endettement d'un État envers un autre. Nous pouvons conclure qu'en présence d'une monnaie commune, seule peut exister la dette entre résidents, équivalente à la dette intérieure.

### ***b. La dette internationale***

La dette internationale est une dette engendrée par les déficits entre des pays ayant des monnaies différentes. Contrairement à la dette interrégionale, le paiement de ces déficits engendre une dette qui affecte le pays en tant qu'ensemble. Selon Goodhart (1989), c'est le faible degré de substitutions des actifs financiers qui serait la cause d'un tel endettement. Une fois de plus, s'il est vrai que la région déficitaire s'endette pour financer le déficit de ses résidents, l'analyse néglige la structure monétaire qui constitue le principal facteur qui fait la différence entre ces types de paiements. Selon Goodhart, l'endettement ou le non-endettement présenterait des contreparties. Dans les règlements à l'intérieur d'une région monétaire, la contrepartie du non-endettement est la perte du contrôle de la politique monétaire et le processus d'ajustement se verrait reporté à une date ultérieure. La dette générée dans les paiements internationaux aurait pour contrepartie le contrôle de la politique monétaire par les autorités monétaires qui peuvent l'utiliser pour relancer leur économie. Ainsi, la monnaie serait neutre et les paiements ne seraient libératoires ni dans les échanges interrégionaux ni internationaux.

La prise en compte de la monnaie dans sa nature endogène montre que le règlement des déficits extérieurs engendre une dette pour le pays en tant qu'ensemble du fait du manque de monnaie commune permettant de transmettre le règlement des résidents au partenaire étranger comme dans les paiements interrégionaux. En effet, que le pays déficitaire ait une monnaie de réserve (monnaie principale) ou une monnaie secondaire<sup>8</sup> comme moyen de paiement, ses paiements internationaux se soldent par un engagement. Dans les paiements entre différentes zones monétaires, lorsque la monnaie du pays déficitaire est une monnaie de réserve, il règle son déficit extérieur en monnaie nationale. Il en résulte que le pays excédentaire obtient dans son bilan des avoirs en monnaie de réserve sur la base desquels il crédite l'exportateur. La monnaie étant une dette-créance de l'ensemble souverain, ces règlements traduisent la transmission d'une promesse de paiement (IOU) au pays excédentaire. À l'issue des paiements en monnaie principale le pays en surplus reste toujours créancier envers celui déficitaire comme cela peut se constater par l'augmentation des réserves internationales. Ainsi, nous pouvons conclure avec Cencini (1995, p. 287, notre traduction) que, « *malgré le paiement effectué par [les résidents], qui renoncent à une partie de leurs revenus, le pays tout entier est endetté dans la mesure où il transfère de l'argent domestique (sa reconnaissance de dette) au pays créancier* ». C'est le cas des États-Unis qui, en payant le reste du monde en dollar, ne se déchargent pas véritablement de leur engagement. Ils transmettent au reste du monde juste une simple promesse de paiement. En conséquence, les règlements en monnaie principale ne sont pas libératoires. Dans la deuxième partie de ce travail, nous montrons que les paiements en monnaie principale sont source d'instabilité financière nationale et internationale.

Lorsque le pays déficitaire a une monnaie secondaire comme moyen de paiement, il se retrouve également avec une dette à l'issue des règlements. Pour transmettre le paiement de ses résidents effectués en monnaie nationale, il doit se procurer de la monnaie du pays partenaire ou d'une monnaie principale acceptée par ce dernier. Pour satisfaire cette contrainte, soit il s'endette, soit il puise dans ses réserves de change ou s'en procure sur le marché de change. En fonction du mode de financement, ce coût se matérialise respectivement par une augmentation de la dette, soit par une diminution des créances ou par une dévaluation de change qui fait intervenir les banques dans la plupart des cas afin de stabiliser le taux de change. Quelle que soit l'une ou l'autre des possibilités, les dépenses des résidents conduisent l'ensemble souverain à supporter un coût supplémentaire par le biais de son système monétaire.

---

<sup>8</sup> Dans l'analyse de Goodhart, la monnaie de réserve aura un haut degré de substitution et celle secondaire aura un faible degré de substitution.

En résumé, les paiements internationaux endettent donc les pays en tant qu'ensemble non pas en raison du faible degré de substitution des actifs financiers, mais du fait de l'absence de moyen de paiement entre pays. Ces deux situations montrent que la dette extérieure peut avoir plusieurs composantes. D'une part elle peut provenir des investissements de l'économie domestique. D'autre part, elle peut être issue de l'acquisition d'un moyen de paiement étranger. Comme défini par (Schmitt, 2014, p. 16, notre traduction), « *les dettes extérieures du pays (...) sont les dettes de ce pays prises dans leur ensemble et les dettes de son économie intérieure* ».

### **1.1.2.3. La dette souveraine**

De l'analyse du paiement des déficits interrégionaux et internationaux, la distinction entre un résident et l'ensemble des résidents à qui incombe cette dette paraît donc comme le point de départ pour appréhender le concept de dette souveraine. Si le FMI présente effectivement la dette extérieure comme l'engagement des résidents envers le reste du monde, sa notion de dette souveraine reste moins précise dans la mesure où elle est attribuée à une entité publique fonctionnelle qui ne diffère pas de l'entité publique institutionnelle. La distinction s'avère alors importante pour faire la différence entre la dette souveraine et la dette extérieure.

Les analyses de Schmitt (2014) Cencini (1995), Cencini et Schmitt (1991) et Cencini et Rossi (2015) mettent en avant cette distinction en intégrant la notion d'ensemble. Dans leur analyse, les résidents d'un pays se distinguent du pays en tant qu'ensemble souverain. En effet, pour Cencini et Rossi (2015, p. 215, notre traduction) « *un pays est un ensemble, un tout, et ses habitants sont les éléments de cet ensemble. Comme pour tout autre ensemble, un pays ne peut être identifié par la simple somme ou agrégation de ses éléments* ». La notion de résident apparaît ainsi dans une dimension micro-économique et celle du pays relève d'un caractère macro-économique. La dette des résidents sera la somme de la dette de toutes les unités institutionnelles appartenant au territoire économique conformément à la définition du FMI. Cette dette se distingue donc de celle du pays en tant qu'ensemble souverain.

Il se déduit des concepts précédents que la dette souveraine est synchrone à l'usage de la monnaie nationale à l'extérieur de l'économie domestique. En effet, comme l'affirme Cencini (1995, p. 283, notre traduction), « *la présence de monnaies différentes montre que chaque pays est souverain et que les nations ne peuvent être réduites à la somme de leurs populations* ». Pour Aglietta (2016, p. 313), « *[d]ans un monde de nations, on ne rencontre*



*que des monnaies nationales. Car, s'il y a un seul résultat à retenir de notre longue analyse théorique et historique, c'est qu'il n'y a pas de monnaie qui ne soit investie d'une souveraineté* ». La monnaie apparaît ainsi comme le symbole de souveraineté économique d'un pays (Aglietta, 2016 ; Aglietta et Orléan, 1982 ; Blanc, Ponsot et Théret, 2007). Ainsi, dans tout paiement de déficit impliquant deux zones monétaires distinctes, « *la nation jouerait un rôle décisif et original dans le respect de la souveraineté monétaire* » (Cencini, 1995, p. 286, notre traduction) d'où la notion de la dette qui affecte le pays en tant qu'ensemble souverain.

Dans ce sens, la dette souveraine se définit comme l'engagement contracté par les autorités souveraines afin de permettre la transmission du paiement des résidents. C'est un engagement dont l'objet est d'acquérir directement ou indirectement le moyen de paiement. Elle permet de garantir le symbole de souveraineté des pays. La dette souveraine est une dette extérieure contractée par un pays en tant qu'ensemble. Elle est autant générée par les paiements effectués à l'extérieur par le secteur public et/ou gouvernement central que par les importations du privé. Contractée dans les opérations avec l'extérieur, la dette souveraine vient s'ajouter à la dette extérieure pour détériorer la position extérieure des pays. Elle ne doit donc pas être confondue avec la dette publique extérieure et celle privée extérieure.

## **1.2. Les systèmes monétaires internationaux et la dette extérieure**

Cette section est consacrée à une analyse historique des systèmes monétaires internationaux qui se sont succédé. Nous y observerons que ce sont toujours les problèmes d'endettement qui ont été à l'origine de l'éclatement des différentes architectures monétaires internationales. Elle se compose de deux sous-sections. La première traite des systèmes de paiements extérieurs d'avant la deuxième guerre mondiale et la seconde traite des différentes architectures monétaires internationales d'après-guerre.

### **1.2.1. Les systèmes monétaires internationaux d'avant-guerre**

Les systèmes monétaires internationaux d'avant-guerre partent des pratiques monétaires nationales de l'époque pour évoluer vers une seule monnaie métallique. La monnaie métallique à son tour va évoluer vers les monnaies de réserves indexées au métal. Une étude

de leur principe montre que les systèmes monétaires qui ont été relativement stables ont coûté aux pays déficitaires en termes d'emploi donc de production. En effet, la contraction de la production rend périlleux le service de la dette des pays. Aussi, l'analyse de l'instabilité de l'entre-deux guerres montre que les problèmes d'endettement ont joué une partition cruciale. Cette sous-section se compose de trois points. Chacun des points développe respectivement le bimétallisme, l'étalon or et les systèmes monétaires internationaux de l'entre-deux-guerres.

#### **1.2.1.1. Le bimétallisme**

Le bimétallisme est le précurseur des systèmes monétaires internationaux modernes. Il est issu de l'utilisation des métaux dans les économies nationales comme moyen de paiement. En effet, le cuivre, l'argent et l'or étaient les métaux de références les plus utilisés dans la période médiévale. N'étant pas pratique à l'usage dans les échanges du fait de sa lourdeur, le cuivre disparaîtra progressivement dans la référence des systèmes monétaires des pays (Eichengreen, 2008, pp. 7–8). Quant à l'or, il est considéré comme trop précieux pour être frappé mais restera un métal de référence. L'argent et l'or deviennent ainsi les principaux éléments de référence monétaire dans les économies. Comme l'explique Friedman (1990, p. 85, notre traduction), « *« l'argent constituait la quasi-totalité de la monnaie métallique en circulation en Europe »*<sup>9</sup> jusqu'à la fin du XIXe siècle au moins (Martin [(1977, p. 642)]), ainsi qu'en Inde et en Asie. L'or était beaucoup moins utilisé, principalement pour les transactions de grande valeur ». Dans cette situation, dans les échanges à l'intérieur de l'économie, pour acquérir un bien donné, l'acheteur renonce à une valeur de métal équivalente à la valeur du produit désiré. Ce mécanisme met en exergue la double nature de la monnaie « marchandise » : moyen de paiement et finalité.

Toutefois, lorsque les échanges impliquent deux pays des problèmes peuvent subsister. Supposons un pays ayant l'or comme moyen de paiement et qui doit payer son partenaire ayant sa monnaie matérialisée par l'argent. En première instance, les règlements paraissent impossibles du fait de l'absence d'un étalon de mesure commune. Les règlements de ces échanges appellent à l'emploi simultané de deux métaux que sont l'or et l'argent. De ce fait, il faudrait que le pays payeur intègre dans son système de paiement l'argent comme moyen de paiement afin de permettre à ses résidents de procéder à l'échange. Par exemple, en Angleterre,

---

<sup>9</sup> Nous ajoutons les italiques.

Nogaro (1921, p. 142) atteste « [qu']*on n'applique la frappe libre qu'à l'or*<sup>10</sup>. Quant à l'argent, l'État en frappa pour les besoins des menus échanges, ainsi que l'on fait du bronze, et dans des conditions analogues ». Contrairement à l'Angleterre, la France intègre l'or et l'argent à la frappe libre afin de faciliter ses échanges avec le reste du monde comme le constate Nogaro (1947, p. 44). « Comme la France avait, avec l'une ou l'autre catégorie de pays monométallistes, une monnaie commune ; car, malgré la différence des coupures prises pour unité, on pouvait, avec un poids donné de livres sterling, obtenir un poids égal de francs en or, ou, avec un poids donné de roupies, obtenir un poids égal de francs en argent. Et comme le rapport des deux métaux était strictement déterminé par la loi, et indiqué par l'effigie même des pièces, il était normalement indifférent au Français créancier de l'étranger d'être payé en or ou en argent. Inversement, pour s'acquitter à l'extérieur, il lui suffisait de choisir celle des deux monnaies qui était reçue à la frappe dans le pays de son créancier ». Lorsque les échanges ont lieu entre deux pays monométallistes et que les métaux ne correspondent pas, le débiteur ou payeur devra d'abord passer par un pays bimétalliste pour convertir sa monnaie en monnaie de l'économie créditrice avant de procéder aux paiements. C'est le cas des échanges qui ont lieu entre la Grande-Bretagne et l'Extrême-Orient (Nogaro, 1947, pp. 44–46). Le bimétallisme s'impose ainsi par la contrainte des paiements internationaux.

Inspiré de la théorie quantitative de la monnaie, le bimétallisme est fondé sur un rapport de change entre deux métaux qui constituent les moyens de paiement ayant cours légal au sein de l'économie. En général, le taux de change correspond en première instance au prix du marché (Friedman, 1990) et varie ensuite en fonction de la découverte ou de l'usage dans le commerce international d'un métal relativement à un autre. Lorsque les résidents d'un pays importent plus qu'ils n'exportent, leur déficit est payé en utilisant l'or, l'argent ou tout autre métal acceptable par le partenaire. Cependant, toute la difficulté du système selon Eichengreen (2008) vient de la capacité à maintenir en circulation les deux métaux servant de moyen de paiement. En effet, une forte découverte d'or par exemple modifie l'offre du métal ce qui ferait baisser son prix par rapport au second moyen de paiement (Fisher, 1894). La baisse du taux de change provoque la sortie du second métal, l'argent par exemple à la recherche d'un meilleur rapport avec l'or. Pour Eichengreen (2008), plus la production d'or augmente, plus grande est la sortie du second métal jusqu'à son épuisement.

---

<sup>10</sup> En italique dans la version originale.

**Tableau 1-1:** Principales années de défaut sur les engagements extérieurs sous le bimétallisme

	1600 – 1700	1800 – 1870
<b>Europe</b>		
Autriche-Hongrie	1624, 1648, 1661,	1802, 1805, 1811, 1816
France	1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	1812
Allemagne		
Hesse		1814
Prusse	1683	1807, 1813
Schleswig-Holstein		1850
Westphalie		1812
Grèce		1826, 1843, 1860
Pays-Bas		1814
Portugal		1828, 1837, 1841, 1845, 1852
Russie		1839
Spain	1607, 1627, 1647	1809, 1820, 1831, 1834, 1851, 1867
Suède		1812
<b>Afrique</b>		
Tunisie		1867
<b>Amérique Latine</b>		
Argentine		1827
Chili		1826
Colombie		1826, 1850,
Costa Rica		1828, 1874
République Dominicaine		1872
Equateur		1826, 1868
Salvador		1828
Guatemala		1828
Honduras,		1828
Mexique		1827, 1833, 1844, 1866
Nicaragua		1828
Pérou		1826
Venezuela		1826, 1848, 1860, 1865

Source : adapté à partir de Reinhart & Rogoff (2011c)

Par exemple, la découverte d'or au Brésil à la fin du 17<sup>ème</sup> siècle a donné lieu à l'exportation de ce métal en Angleterre dans le but d'être frappé. En contrepartie de cette importation en Angleterre, l'argent qui constituait le second moyen de paiement est sorti

massivement à la recherche de meilleurs rendements à l'extérieur. Dans cette situation, l'Angleterre pouvait soit augmenter le prix de l'argent pour contrer sa sortie, soit baisser le prix de l'or. L'Angleterre a choisi la baisse du prix de l'or et malgré cela, l'importante entrée d'or a neutralisé les effets de la politique de maintien des deux métaux comme moyen de paiement. En 1717, Isaac Newton, directeur de la Royal Mint de l'époque, met fin aux politiques de renversement de la sortie d'argent après leur échec. En conséquence, l'argent sortit librement et en 1774, le système monétaire d'Angleterre devient de fait l'étalon or avant d'être officiellement adopté en 1824 (Eichengreen, 2008, p. 11).

Les autres pays rejoindront successivement la Grande-Bretagne au fur et à mesure des difficultés qui apparaîtront dans le bimétallisme. En effet, face à l'instabilité des pays bimétallistes du fait de la découverte d'or et de la croissance du commerce international à la suite de la première révolution industrielle qui a provoqué des problèmes de convertibilité des pièces métallique, l'Angleterre est restée un îlot de stabilité monétaire. Cette situation s'explique par la double nature de la monnaie marchandise. Indexée au métal, la monnaie en tant que moyen de paiement peut se transformer en une finalité dans les échanges. La demande d'un métal modifie le rapport de celui-ci relativement à l'autre et d'autre part exerce une pression sur le rapport monétaire de ce métal. Par exemple, lorsqu'un pays bimétalliste or-argent est déficitaire, le paiement en argent réduit le volume de celui-ci dans l'économie. Il s'en suit une modification du rapport de l'argent relativement à l'or et conséquemment du rapport monétaire. Les échanges extérieurs se caractérisant par des déficits, il en résulte donc une instabilité généralisée du bimétallisme. Cette instabilité affecte le service de la dette des pays comme exprimé dans le **TABLEAU 1-1** qui présente les principales crises de dette souveraine sous le régime du bimétallisme. Le **GRAPHIQUE 1-1** montre que le bimétallisme s'est terminé avec un niveau de taux de défaut élevé. En d'autres, avant l'éclatement du système, les pays avaient des difficultés de payer leur dette.

Aussi, avec la seconde révolution industrielle, l'Angleterre devient non seulement le partenaire commercial privilégié des autres pays, mais aussi le centre de la finance mondiale. Avec la succession de déséquilibres, les pays vont abandonner progressivement le bimétallisme en démonétisant l'argent et en gardant l'or comme moyen de paiement international conformément à la loi de Gresham. Du fait des difficultés de maintenir le bimétallisme stable, l'étalon or devient en 1870 le nouveau régime de paiements internationaux. Il apparaît que le talon d'Achille du bimétallisme est le système de taux de change qui se trouve structurellement

instable. L'instabilité du rapport de change fait supporter aux pays un coût de maintien des deux métaux servant comme moyen de paiement extérieur.

### **1.2.1.2. L'étalon-or**

Synonyme d'un système monétaire stable selon de nombreux auteurs, l'étalon-or est devenu la référence des analyses portant sur l'architecture monétaire internationale. Contrairement au bimétallisme qui met en relation deux métaux directement, ce système consacre la convertibilité des monnaies nationales (monnaie de crédit) en or et vice versa. L'or devient ainsi le principal moyen de paiement international. Lorsqu'un pays est déficitaire, il voit son stock d'or diminuer en contrepartie de ses importations nettes tandis que celui du pays excédentaire augmente. La stabilité du système tiendrait à l'équilibre automatique qui lui serait inhérent. Effectivement, le paiement des déficits augmenterait la quantité de monnaie dans le pays excédentaire et provoquerait une contraction monétaire dans l'économie déficitaire. Il s'en suivrait une augmentation de prix dans le pays en surplus tandis que le pays déficitaire verrait la déflation apparaître. Ces mouvements de prix favoriseraient les exportations de l'économie déficitaire et les importations dans celle en excédent de sorte à rétablir l'équilibre extérieur et ramener l'équilibre de change. Ce mécanisme d'ajustement permettrait d'une part d'empêcher une sortie d'or sur le long terme dans le pays et d'autre part, de stabiliser le taux de change d'où la notion d'équilibre automatique de la balance des paiements (Board of Trade Journal, 1920; Cunliffe Committee, 1918).

Le fonctionnement de ce mécanisme implique certains principes qui s'imposent aux pays. D'abord, le système exige que les pays garantissent la libre convertibilité des monnaies en or à un taux de change fixe et non ajustable. De ce fait les autorités monétaires doivent lever toute barrière qui limite cette conversion. Ensuite, il impose que l'émission monétaire des pays soit ancrée au stock d'or. Ce principe permettrait à l'autorité monétaire de satisfaire à tout moment la demande de conversion sans modifier le taux de change. Ainsi, la politique monétaire n'est pas destinée à satisfaire les besoins de production du pays, mais à maintenir la parité de l'or et sa fixité (Banque de France, 2010 ; Eichengreen, 1995). Enfin, supposant l'ajustement par les prix, l'étalon-or contraint les pays à laisser les prix fluctuer librement. En d'autres termes, il s'agit de laisser le contrôle des prix au mouvement du stock d'or.

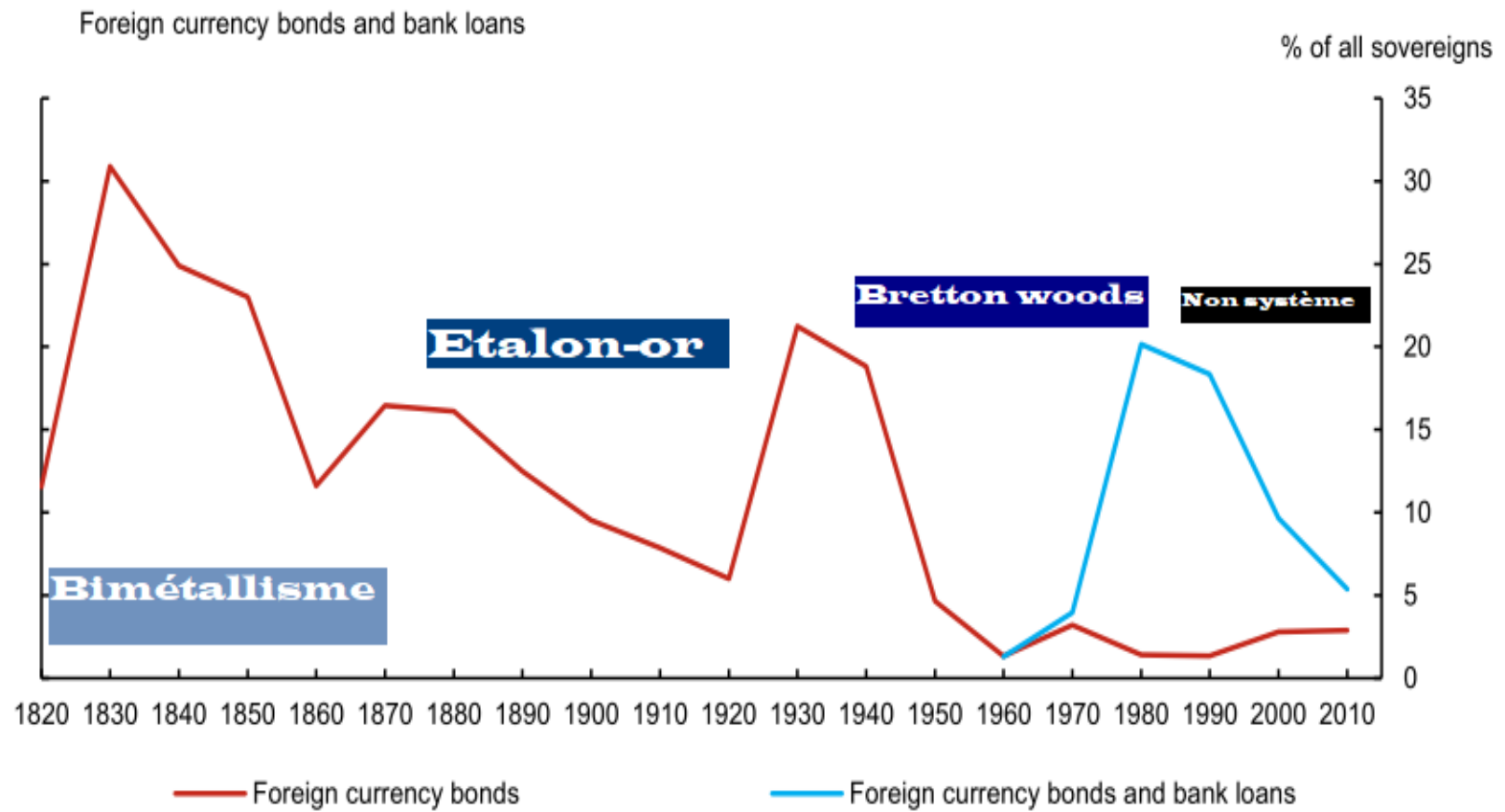
L'observation de l'ensemble de ces principes permettrait suivant l'analyse quantitative de la monnaie, le bon fonctionnement du mécanisme d'ajustement automatique. Selon de

nombreux observateurs, la stabilité de l'étalon-or avant la première guerre mondiale serait due au respect de ces principes par les pays. En effet, selon Bloomfield (1959, p. 47, traduite et adaptée) si la règle du jeu « *signifie que les banques centrales ne devraient pas prendre de mesures délibérées pour contrecarrer l'effet des entrées d'or en augmentant les réserves des banques commerciales ou des sorties en les réduisant (...) on peut dire que les banques centrales qui appliquaient l'étalon-or avant 1914 ont respecté les règles du jeu, puisque, comme nous l'avons déjà indiqué, rien ne prouve que chacune d'entre elles ait mené des opérations de compensation délibérées* ». La stabilité du régime ne viendrait donc que du mécanisme d'ajustement. Pour Ohlin (1937c, p. 34), « *l'ajustement de la balance commerciale était relativement facile étant donné l'absence, dans la plupart des pays, d'entraves rigoureuses au commerce. Les restrictions quantitatives étaient rares et les tarifs douaniers modérés dans la plupart des pays. L'élasticité des prix de revient constituait un autre facteur important. Lorsqu'un pays était contraint de renforcer sa capacité de concurrence sur le terrain international et, pour ce faire restreignait les facilités de crédit, il était en mesure de réduire les prix de revient au moyen de compression de salaires et de prix* ».

Cependant, fondé sur la conception marchandise de la monnaie, cette interprétation de l'ajustement automatique des déséquilibres extérieurs mérite d'être nuancée à la lumière de la véritable nature de la monnaie. En effet, en considérant la monnaie dans sa véritable nature de flux, l'analyse du mécanisme met en cause ce processus d'ajustement et partant le rééquilibrage automatique. D'abord, en tant que monnaie, l'or présente deux caractères : monnaie et bien réel. En tant que monnaie, il est une unité de mesure des biens réels. Comme l'exprime Ricardo (1823a, p. 399-400, nous traduisons), « *si nous avons une mesure parfaite de la valeur, qui n'est pas susceptible d'augmenter ou de diminuer, nous devrions pouvoir déterminer par ce moyen les variations réelles et proportionnelles d'autres choses et ne jamais nous référer à la variation de la marchandise* ». Ainsi, en tant que monnaie, l'or n'a pas de valeur, mais s'associe aux biens réels pour créer de la valeur.

Dans son rôle de monnaie, l'or est stable, et ce, indépendamment de sa rareté ou de sa préciosité. Par exemple, Ricardo affirme en effet que « *lorsqu'une once d'or est échangée contre deux mètres de tissu et ensuite contre trois, si l'or est une mesure parfaite de la valeur, nous ne devrions pas dire que la valeur de l'or a augmenté parce qu'il s'échange contre plus de tissu, mais que la valeur du tissu a diminué parce qu'il s'échange contre moins d'or* » (ibid., p.400).

**GRAPHIQUE 1-1 : ÉVOLUTION DES TAUX DE DEFAUT SOUVERAIN**



Source : Adapté à partir de la Bank of England et la Banque du Canada (Beers et de Leon-Manlagnit, 2019)



En tant que marchandise, l'or a une valeur propre et ne peut être assimilé dans ce cas à son rôle de monnaie dans les paiements. Selon Cencini (1995, p. 127, nous traduisons) effectivement, « *en tant que bien réel, l'or lui-même a une valeur propre qui, en plus d'être instable, ne peut être exprimée que par l'utilisation d'une unité de mesure ; en tant qu'étalon, l'or évite en quelque sorte sa détermination physique à acquérir cette invariabilité qui est l'exigence nécessaire de toute unité de mesure* ». À l'image des autres marchandises, la valeur de l'or-marchandise selon Schmitt (1977a, p. 71) représente le coût monétaire de ses facteurs de production (la rémunération du travail). Contrairement à son rôle monétaire, dans sa nature de bien réel, l'or est une finalité dans les paiements. En somme, en tant que moyen de paiement l'or remplit deux rôles : « *en tant que véhicule, la monnaie [or] porte le produit ; en tant que métal, elle est la contrepartie du produit* » (ibid. p70).

L'analyse des paiements conformément à cette double nature de l'or met en cause le mécanisme « vertueux » d'ajustement des déséquilibres extérieurs. En tant que monnaie, l'or ne peut quitter l'économie. Lorsque l'or est expédié à l'étranger, cela revient à utiliser l'or dans sa forme marchandise et équivaut à une exportation de marchandise. De ce fait, la monnaie-or ne peut être exportée hors du pays déficitaire comme soutenu dans le processus d'équilibre automatique. En effet, si l'on tente d'exporter l'or monétaire, ce sera en fait l'or marchandise qui sera exporté. Autrement dit, les pays échangeraient entre eux pour obtenir de simples « nombres » qui ne servent qu'à mesurer la production (Cencini, 1995, p. 131). Il se déduit donc que les paiements en monnaie-or n'influencent pas la masse monétaire. Or, la variation de la masse monétaire entre les différents pays est le point de départ du mécanisme d'équilibre automatique. Si la monnaie-or ne peut être exportée, l'or-marchandise peut être exporté sans pour autant être le fait du déséquilibre de la balance des paiements. En effet, selon Cencini (1995, p. 131, notre traduction), « *si l'or devient un bien final, cela signifie qu'il quitte sa forme monétaire pour retrouver celle d'une marchandise. En effet, l'or permet le paiement de transactions internationales sans devenir lui-même un objet d'échange* ». Schmitt (1977a, p. 69-70) indique qu'en tant que métal, la monnaie-or peut financer les achats nets contrairement à la monnaie de crédit. Comparativement aux paiements en économie moderne, où « *[l]es achats en monnaie de crédit définissent une « demi-transaction », (...) les achats en monnaie matérielle forment une transaction complète, achevée : si le même sujet décide de vendre, il se lance dans une seconde opération, autonome* » (Schmitt, 1977a, p. 69). En d'autres termes, les paiements en monnaie-or ne devraient pas déboucher sur un déséquilibre

puisque'il y a exportation de valeur économique. Les variations constatées par Ohlin (1937c) malgré cette loi macroéconomique révèle un dysfonctionnement structurel du système de paiement.

Ensuite, concernant la fixité de change présentée comme une vertu essentielle de l'étalon-or, elle n'est pas le fruit d'un mécanisme d'équilibre automatique, mais le fruit d'une intervention à la suite d'une anomalie systémique. En effet, contrairement à la thèse de l'équilibre automatique, Ricardo explique que si la monnaie-or ne se déplace pas, l'or-marchandise peut se déplacer des pays où le change est relativement plus faible vers ceux ayant un change relativement plus élevé. « *Si en France une once d'or avait plus de valeur qu'en Angleterre, et si donc en France on achetait plus de toute marchandise commune aux deux pays, l'or quitterait immédiatement l'Angleterre à cette fin, et nous devrions envoyer l'or de préférence à toute autre chose, car il serait la marchandise échangeable la moins chère sur le marché anglais ; car si l'or est plus cher en France qu'en Angleterre, les marchandises doivent être moins chères ; nous ne devrions donc pas les envoyer du marché cher au marché bon marché, mais, au contraire, elles viendraient du marché bon marché au marché cher, et seraient échangées contre notre or* » (Ricardo, 1809, p. 57, nous traduisons). En présence donc de politiques monétaires passives, aussi longtemps que des déséquilibres existeront, le mécanisme automatique qui peut se dégager aura tendance à élargir ceux-ci.

Toutefois, afin d'éviter la formation de bulles spéculatives et l'augmentation du prix des marchandises, Ricardo (1823a) explique que les autorités monétaires interviennent en modifiant le taux de change avant même que le mécanisme de rééquilibrage ne s'enclenche. « *Il apparaît donc que la monnaie d'un pays ne peut jamais, pendant une période donnée, avoir beaucoup plus de valeur, à quantité égale de métaux précieux, que celle d'un autre* » (Ricardo, 1809, p. 56, nous traduisons). En d'autres termes, l'intervention des autorités empêche le déplacement de l'or-marchandise et partant supprime le mécanisme d'ajustement automatique qui présente des effets pervers. Cette intervention présente également une conséquence sur la formation de la dette des pays. Comme l'indique Mouré (2002, p. 17, nous traduisons) « *en cas de pertes d'or saisonnières, une augmentation du taux d'escompte modifierait immédiatement les mouvements de capitaux à court terme pour limiter les pertes. Les pertes d'or causées par un déficit commercial plus durable seraient corrigées par l'augmentation du taux d'escompte grâce à un processus plus long de restriction du crédit intérieur, qui réduirait à son tour l'investissement, l'emploi et la consommation, et entraînerait ainsi la baisse des prix requise* ».

**TABEAU 1-2 : QUELQUES EPISODES DE CRISES D'ENDETTEMENT EXTERIEUR DES PAYS SOUS LE REGIME ETALON ET LES REGIMES MONETAIRES DE L'ENTRE-DEUX GUERRE<sup>11</sup>**

	<i>Etalon or</i>	<i>Etalon de change or</i>
	<i>Afrique</i>	
<i>Egypte</i>	1876	
	<i>Europe</i>	
<i>Autriche</i>		1938, 1940
<i>Allemagne</i>		1932, 1939
<i>Grèce</i>	1893	1932
<i>Hongrie</i>		1932, 1941
<i>Pologne</i>		1936, 1940
<i>Portugal</i>	1890	
<i>Roumanie</i>		1933
<i>Russie</i>	1885	1918
<i>Espagne</i>	1882	
<i>Turquie</i>	1876	1915
	<i>Amérique Latine</i>	
<i>Argentine</i>	1890	
<i>Bolivie</i>	1875	1931
<i>Brésil</i>	1898, 1902, 1914	1931, 1937
<i>Chili</i>	1880	1931
<i>Colombie</i>	1880, 1900	1932, 1935
<i>Costa – Rica</i>	1880, 1901	1932
<i>Republique dominicaine</i>	1872, 1892, 1897, 1899	1931
<i>Equateur</i>	1894, 1906, 1909, 1914	1929
<i>Salvador</i>	1898, 1921	1932, 1938
<i>Guatemala</i>	1876, 1894, 1899	1933
<i>Honduras</i>	1873	
<i>Mexique</i>	1898, 1914	1928
<i>Nicaragua</i>	1894, 1911	1915, 1932
<i>Panama</i>		1932
<i>Paraguay</i>	1874, 1892	1920, 1932
<i>Peru</i>	1876	1931
<i>Uruguay</i>	1876, 1891	1915, 1933
<i>Venezuela</i>	1892, 1898	
	<i>Asie</i>	
<i>Chine</i>		1921, 1939
<i>Japon</i>		1942

Source : adapté à partir de Reinhart et Rogoff (2011c)

<sup>11</sup> Nous considérons que le système étalon-or s'étend de 1870 à 1914. Toutefois, il faut noter que certains pays ont adopté l'étalon-or avant cette période.

L'observation des faits confirme cette thèse de Ricardo. En effet, suivant l'observation de (Ford, 1960, p. 55) pendant le régime de l'étalon, le mécanisme d'ajustement automatique apparaît comme la conséquence de l'intervention des autorités monétaires. *« Au cours de cette période, un afflux d'or en provenance de Grande-Bretagne a été stoppé d'abord par des mouvements de capitaux internationaux à court terme, qui avaient été induits par les actions de la Banque d'Angleterre, et ensuite par des changements d'équilibre à plus long terme dans les importations, les exportations et les prêts à long terme, qui se sont produits en raison des forces automatiques et induites associées ci-dessus à une perte d'or. Les mouvements de capitaux à court terme ont réagi rapidement et ont constitué un "coussin", tandis que ces dernières forces, qui ont eu besoin de temps pour faire sentir leurs effets, ont progressivement modifié des postes de la balance des paiements, de sorte que la pression monétaire puisse être relâchée sans risque de renouvellement de la perte d'or »* (Ford, 1960, p. 55). Les politiques de stérilisation menées, au fur et à mesure que les déséquilibres apparaissent, pour empêcher la sortie d'or est donc le point central du processus de rééquilibrage dit « automatique ». Nous pouvons ainsi conclure que la stabilité du taux de change sous le régime d'étalon or est provoquée à travers des interventions qui coûtent aux pays.

Enfin, même si le mécanisme d'équilibre automatique existait, les conditions exigées sont difficilement réunissables. Par exemple, pour que la baisse des prix entraîne une augmentation des exportations, il faudrait que les salaires baissent dans la même proportion également. La baisse de salaire réduit le coût de la production du travail ce qui permet de maintenir le niveau de production. À défaut de la réduction de salaire, lorsque les prix baissent, l'ajustement se fait par l'augmentation ou l'apparition du chômage. Or, selon Triffin (1964, p. 4), sous l'étalon-or, *« les ajustements salariaux à la baisse ont rarement atteint une amplitude significative, même au XIXe siècle, parmi les pays qui ont maintenu la stabilité des taux de change, et l'on peut douter qu'ils se soient révélés beaucoup plus acceptables à l'époque, économiquement, politiquement et socialement, qu'ils ne le sont aujourd'hui »*. Dans ces conditions, seule la contraction de l'emploi peut conduire à la stabilité du système. Keynes (1978, pp. 159–161) soutient à cet effet que la stabilité de l'étalon-or à laquelle les auteurs font référence avait pour contrepartie trois affectant les économies : les inégalités de revenu, la précarisation de l'économie et le chômage. En d'autres termes, la stabilité de l'étalon-or n'est pas inhérente aux conditions de l'équilibre automatique du système, mais aux distorsions que celui-ci engendre dans les économies nationales. Selon Keynes (1978a, p. 161, nous traduisons), cela est dû au fait que *« dans le cadre d'un étalon-or, nous n'utilisons pas*

*réellement l'or comme monnaie ayant cours légal, mais nous essayons de réglementer l'offre de monnaie ayant cours légal de manière à ce qu'elle ait une valeur fixe en or ».* Pour Triffin (1964, p. 5, 1968, p. 8), « *les politiques de "neutralisation" stigmatisées par Ragnar Nurkse [(1944)] comme une autre cause majeure - outre l'augmentation de la rigidité des prix et des salaires - de la chute de l'étalon-or n'étaient nullement une innovation d'après-guerre ».*

Les pays paient donc la stabilité de l'étalon-or au prix de la perte d'emploi dans la mesure où les conditions nécessaires de l'équilibre automatique ne pouvaient être réunies par les pays. Conséquemment, le chômage contracte la production nationale et rend les pays vulnérables au service de la dette. Le Tableau 1-2 montre que, malgré la stabilité monétaire tant défendue sous le régime d'étalon-or, les problèmes d'endettement extérieur ont persisté au niveau des pays

### **1.2.1.3. Les architectures des paiements internationaux de l'entre-deux guerres**

Après la Première Guerre mondiale, la nostalgie de l'étalon-or fait surface dans les réflexions sur le système monétaire international. Cette guerre entraîne de profonds bouleversements dans les rapports économiques internationaux. D'abord, pendant la guerre, les pays vont suspendre la convertibilité de leur monnaie du fait de leur incapacité à maintenir le taux de change. La guerre met ainsi fin à l'étalon-or. Il se met en place une sorte de régime de change flottant entre les monnaies nationales par le biais desquelles s'effectuaient les paiements internationaux. Ensuite, autrefois débiteur, les États-Unis profitent des financements effectués pendant la guerre pour devenir les principaux crédateurs dans le monde. Selon Eichengreen (1990, p. 106), « *60 % des titres américains tenus à l'étranger furent revendus aux investisseurs américains en 1915-1916. Entre 1915 et 1919, plus de 12 milliards de dollars de crédits ont été accordés par les États-Unis aux Alliés, ainsi qu'aux Européens neutres ».* Enfin, cette période est marquée par un recul du commerce international du fait de la concentration du stock d'or dans quelques pays (Angleterre, États-Unis et France). La France et les États-Unis détenaient à eux seuls 60% du stock d'or mondial en 1920.

Face à cette situation, une conférence se tient à Gênes en 1922 pour remettre le système de paiements internationaux en route. Les négociations aboutissent à deux recommandations essentielles. Pour résoudre le problème de la pénurie d'or dans les paiements, les principales places financières (Angleterre, États-Unis et France) devaient rétablir la convertibilité de leur

monnaie en or. Les autres pays à leur tour devaient constituer leurs réserves en monnaie convertible en or. L'addition des monnaies principales permettrait ainsi de neutraliser l'effet de la concentration d'or et relancer le commerce international.

En 1925, l'Angleterre est le premier pays à rétablir la convertibilité de sa monnaie en or. Les autres pays vont suivre en détenant leurs réserves en livre sterling. L'objet du système est d'assurer une stabilité de change (le régime de change fixe est considéré comme celui qui procure une stabilité de change) tout en permettant aux pays de financer la reconstruction. Or, le maintien de change fixe, selon Triffin (1969, p. 482, nous traduisons), « *a impliqué un financement quasi automatique par d'autres pays du retour de la Grande-Bretagne à un taux surévalué pour la livre sterling et des déficits de la balance des paiements qui en ont résulté* ». En d'autres termes, les autres pays doivent comprimer leur économie afin de s'aligner au moins sur le niveau des prix de l'Angleterre. Toutefois, les pays ne peuvent satisfaire cette contrainte à la sortie de la guerre du fait des besoins liés à la reconstruction. De ce fait, l'Angleterre devra elle-même payer le prix pour maintenir le niveau de change stable en mettant en place des politiques monétaires restrictives qui se soldent par une forte dépression (Allegret et Courbis, 2003 ; Eichengreen, 2008 ; Williamson et Milner, 1995). Cette situation met à nu les difficultés qui prévalaient dans les pays pour maintenir la fixité de change.

Lorsque les autres places financières rétablissent la convertibilité de leur monnaie en or à la parité d'avant-guerre, le régime devient officiellement un régime de change or conformément à la conférence de Gênes. Les mécanismes ne changeront pas. Les pays devront stabiliser le change au prix de distorsions économiques internes. Ce processus d'ajustement contribue à l'amplification de la grande dépression de 1929 aux États-Unis, à la suspension du paiement des réparations par l'Allemagne du fait de la contraction de l'activité économique et à des problèmes de convertibilité en or en Grande-Bretagne et en France. Le Tableau 1-2 montre une succession des problèmes d'endettement extérieur sur la période de l'entre-deux guerres.

De l'échec des tentatives de restauration de l'étalon-or au fiasco de l'étalon de change or, il s'en suit une décomposition du système monétaire international. Conséquemment, les pays se regroupent suivant leurs affinités pour créer des blocs monétaires afin d'organiser le paiement de leurs échanges extérieurs. Pendant que la Grande-Bretagne et d'autres pays dont ceux du Commonwealth à l'exception du Canada constituent le bloc Sterling, les États-Unis fondent le bloc dollar. Conservateurs, la France et les pays d'Europe du Sud et de l'Ouest

fondent un bloc monétaire basé sur l'or. Les pays indépendants ne vont pas appartenir à un bloc et ne construisent pas non plus un bloc. Il résulte de ces différents blocs des régimes disparates de change qui engendrent par la suite des « guerres de monnaies » depuis la dévaluation du dollar par les États-Unis pour lutter contre sa dépression économique en 1933. Cette situation devenant insupportable pour les blocs, en 1936, un accord engageant les trois principaux blocs est mis en place afin de limiter la dévaluation compétitive de change source de tensions économiques. Pour Allegret et Courbis (2003), l'effet de cet accord a été très limité. En effet, si les pays abandonnent le contrôle de change, du chômage apparaît en contrepartie. Comme l'explique Eichengreen (1990, p. 115), si les politiques d'intervention ont permis une augmentation relative de la production en 1937, le chômage est resté très élevé. En conséquence, étant donné que les politiques de stabilisation augmentent la dette des pays, il s'en suit une série de défaut des pays sur leur engagement extérieur comme en atteste le Tableau 1-2 dans la mesure où ces politiques sont neutralisées par le chômage. Le GRAPHIQUE 1-1 montre qu'au cours de cette période, le taux de défaillance souveraine est resté élevé. Cette situation va contribuer au chaos monétaire qui caractérisera cette période.

En somme, malgré les tentatives d'organiser le système monétaire autour d'un idéal de stabilité, la période de l'entre-deux guerres s'est caractérisée par une instabilité du système monétaire international sans précédent. La question de l'endettement constituera l'un des facteurs de cette instabilité (Graphique 1-1). En effet, les distorsions économiques qui marquent les mécanismes d'ajustement des systèmes de la période étaient en déphasage avec la conjoncture du moment caractérisée par la reconstruction et le paiement des réparations. Ne pouvant supporter ces coûts, les pays vont se lancer dans une réorganisation perpétuelle du système de paiement international sans pouvoir renverser les effets pervers de l'ajustement. La guerre marquera par la suite le repli économique des pays sur eux-mêmes jusqu'aux accords de Brettons Woods. Il existe une relation entre la défaillance du système monétaire international et la structure des engagements d'un pays. Ces engagements peuvent se matérialiser, selon la politique de stabilisation de l'architecture monétaire, par une contraction de l'activité économique ou par une augmentation de la dette en contrepartie de la stabilité du système monétaire. Les architectures monétaires de l'après-guerres vont-elles traiter ces vices fondamentaux des systèmes qui les ont précédés

## **1.2.2. Les systèmes monétaires internationaux de l'après-guerres**

Contrairement aux architectures monétaires d'avant la première guerre mondiale, qui sont définies comme étant le fruit d'accidents de l'histoire, l'après-guerre marquera le début de la mise en place de systèmes monétaires internationaux par consensus. Toutefois, les négociations ne s'intéresseront pas à l'établissement des conditions exigées dans un véritable système de paiement, mais plutôt à la défense des intérêts individuels des pays. Ainsi, chaque système de l'après-guerre fait la part belle aux grandes puissances (voire à la plus grande puissance) économiques au détriment de l'organisation d'un véritable système de paiements.

Trois points composent cette section. Dans chacune de ses sous-sections sont développés respectivement les accords de Bretton Wood, les accords sur le change flottant et enfin le non-système contemporain.

### **1.2.2.1. Les accords de Brettons Woods**

Après l'échec des multiples tentatives pour restaurer l'étalon-or, dû essentiellement à l'incapacité des solutions d'empêcher une formation problématique de la dette ou à mettre en place un environnement sain pour leur service, une concertation sera mise en place avant la fin de la Seconde Guerre mondiale afin de réfléchir sur un système alternatif capable de rétablir la stabilité d'avant la première guerre mondiale. Deux plans seront mis en opposition : le plan britannique porté par John Maynard Keynes et le plan américain porté par Harry Dexter White. Toutefois, c'est le plan White qui sera mis en œuvre au détriment du plan Keynes. En effet, bien que ce dernier ait pris en compte les problèmes liés à la dette souveraine, il ne fut pas compris et en outre, la bonne situation financière internationale dont jouissent les Etats-Unis plaçaient les négociateurs américains en position de force. Les discussions menées autour du plan White débouchent sur les accords de Bretton Woods. Ils sont une institutionnalisation de l'étalon de change or mis en œuvre dans l'entre-deux-guerres.

Les accords de Bretton Woods mettent les différents pays en relation en fonction d'un niveau de hiérarchie définie par la monnaie. Il établit la relation de convertibilité entre la monnaie or et la (les) monnaie(s) dite principale(s) d'une part. D'autre part, il institue la convertibilité entre les monnaies dites secondaires et celle(s) principale(s). Ainsi, les accords mettent fin à la conversion entre l'or et les monnaies secondaires. Si les accords ne spécifient pas le dollar comme celui qui jouera le rôle de monnaie principale, néanmoins, ce rôle lui



revenait naturellement. En effet, à la sortie de la guerre, les États-Unis stockaient plus de la moitié de l'or mondial (Eichengreen, 1990). De ce fait, en dehors des États-Unis, la monnaie d'aucun autre pays ne pouvait jouer le rôle de monnaie de référence dans une telle architecture (Bordo, 1993 ; Eichengreen, 2008). Le dollar est donc implicitement la monnaie de référence et le nouveau système est un étalon de change-or dollar.

L'objet des accords de Breton Wood est d'assurer la stabilité de change (en référence à l'étalon de change or) tout en aspirant à la recherche du plein emploi (Bordo, 1993). Selon Scammell (1977, pp. 4–7) trois objectifs spécifiques peuvent se dégager. Le premier cherche à solutionner le repli des pays sur eux-mêmes dans l'entre-deux guerres. Il s'agit donc de permettre l'existence d'un système de paiement entre pays et d'une relation de confiance entre créiteurs et débiteurs. La deuxième tâche des accords est relative aux déséquilibres extérieurs qui ont caractérisé le système monétaire de l'entre-deux guerres. Elle vise donc à établir et à maintenir les paiements internationaux en équilibre. La dernière tâche a pour objet de permettre, selon le besoin des pays, la mise en œuvre de politiques de plein emploi déconnectées de l'équilibre extérieur. Dans le but de rendre effectifs ces objectifs, certains principes seront définis par les accords en vue de contraindre les pays à œuvrer en faveur de la stabilisation du système.

D'abord, le premier principe s'intéresse à l'instabilité de change qui a prévalu à la période de l'entre-deux guerres. Il impose d'une part aux pays à monnaie principale de fixer leur taux de change par rapport à l'or et d'autres part les pays à monnaie secondaire de fixer leur taux de change par rapport à la monnaie de réserve. Ce principe est inspiré de celui de l'étalon-or. Toutefois, il ne prend pas en compte les coûts de cette stabilisation soulignés par Keynes sous le régime étalon-or. Ensuite, le principe suivant permet aux pays d'ajuster leur taux de change à un intervalle défini lorsque ceux-ci sont dans une situation de « déséquilibre fondamental ». Ce principe autorise la déconnexion de la contrainte de recherche de plein emploi à la contrainte d'équilibre extérieur. La situation de « déséquilibre fondamental » reste toutefois indéfinie dans les accords (Eichengreen, 2008, p. 95-96 ; Scammell, 1977, p. 109-111). En outre, l'institution du libre-échange et de la libre convertibilité des monnaies constitue l'un des principes fondamentaux définis par les accords. Ce principe donne la possibilité au pays de contrôler les mouvements de capitaux de sorte à empêcher les spéculations de change. Il vise à supprimer toute contrainte susceptible de freiner les échanges

internationaux. En outre, pour éviter les problèmes de paiements<sup>12</sup> qui ont fait surface dans les systèmes passés, les accords de Bretton Woods imposent à ses signataires de constituer auprès du FMI un certain niveau de réserves en or et en devises. Ces réserves constituent en quelque sorte la cotisation des pays auprès de l'institution. Lorsqu'un pays fait face à un problème de balance de paiements, le FMI peut financer son besoin de financement d'un montant qui peut atteindre 125% de sa cotisation.

Les accords définissent également la clause de la « rareté des devises » appelée « scarce-currency clause ». Ce principe considère les déséquilibres dans leur double nature et engage donc la responsabilité des pays déficitaires et ceux en surplus. Il institue que lorsque les paiements internationaux sont en déséquilibre, de façon temporaire ou persistante, le FMI doit intervenir en rendant disponible une monnaie qui commence à être rare dans les réserves internationales sans faire recours aux instruments classiques de politique économique internationale (politiques de change, politiques commerciales). Ces provisions de devises *« sont conçues pour aider les pays membres à maintenir des accords de change stables et ordonnés pendant une période de distorsion grave de la structure des paiements internationaux, tout en adoptant des mesures correctives en harmonie avec les objectifs du Fonds »* (Bernstein, 1945, p. 5-6, nous traduisons). À la différence des soutiens du FMI aux problèmes de balance de paiement, la rareté de devises fait référence à la pénurie de la monnaie clé. Enfin, les accords consacrent le principe de l'autonomie des politiques macroéconomiques. Contrairement à l'étalon-or où la politique monétaire était dictée par la position extérieure, ce principe permet, du moins en théorie, à chaque pays de définir de façon indépendante l'objectif de sa politique monétaire. Dans les faits, de nombreux pays étaient obligé de défendre leurs taux de change. La politique monétaire était de fait dépendant des mouvements de change.

Si les problèmes mis en avant par les accords constituent une réalité dans les architectures monétaires précédentes, le diagnostic néglige les défaillances liées à la structure de ces systèmes. Par exemple, concernant la question de change, les problèmes structurels dans le service de la dette soulevés par Keynes (1929a, 1929b, 1978b, 1978a) dans son analyse de l'étalon-or ne sont pas pris en compte dans les accords de Bretton Woods. Ainsi, en mettant en place des taux de change fixes ajustables, le système ne prend pas en compte les coûts de

---

<sup>12</sup> Les problèmes de paiements dans les accords de Bretton Woods consistent en la pénurie de la liquidité internationale pour un pays pour régler le déficit de sa balance des paiements. Ces accords négligent toutefois les problèmes qui peuvent découler de la structure des paiements internationaux et qui peuvent être source d'endettement anormal pour les pays.

maintien du taux de change dans des échanges internationaux où le déséquilibre est la règle fondamentale. En absence d'une réforme structurelle du système de Bretton Woods pour supprimer ce coût, il se crée une contrainte de financement qui affecte la structure d'endettement des pays.

**TABLEAU 1-3: QUELQUES SERIES DE DEFAUTS EXTERIEURS SOUS LES BRETTON WOODS**

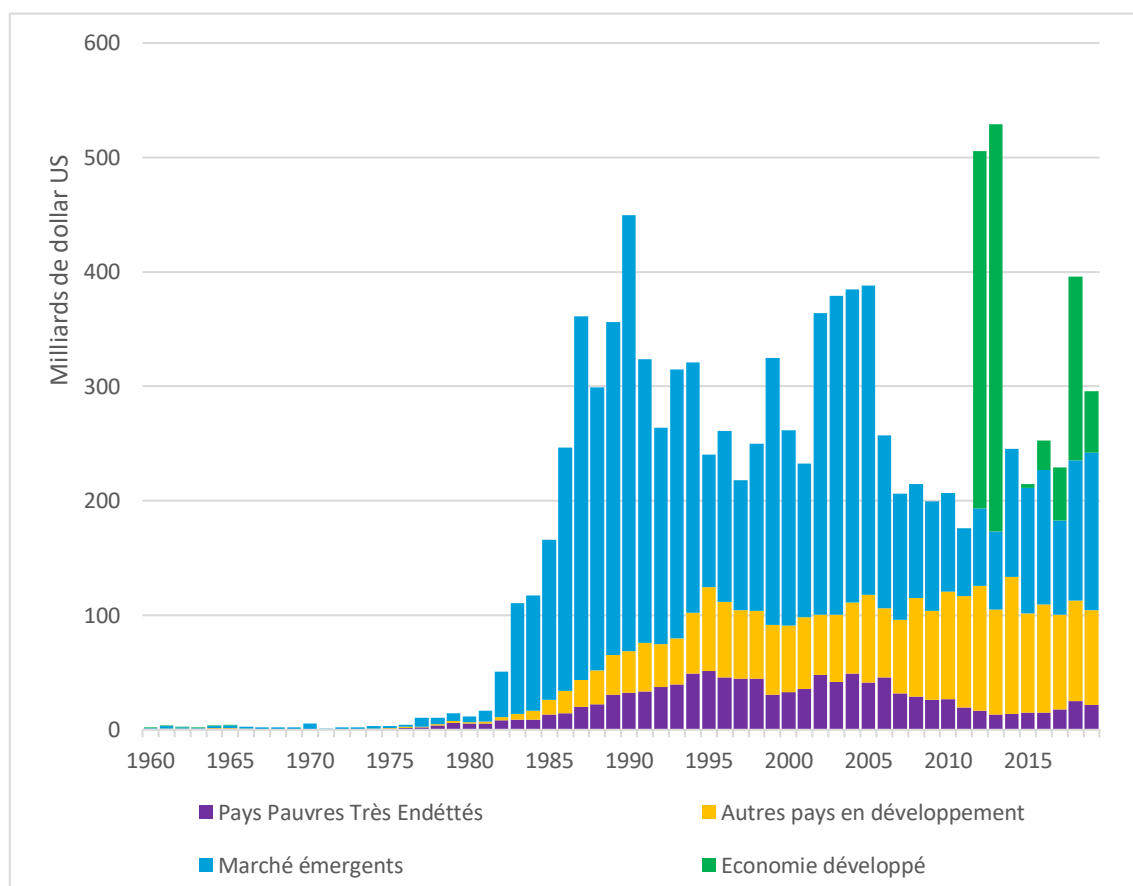
<i><b>Bretton Wood</b></i>	
	<i><b>Afrique</b></i>
<i>Zimbabwe</i>	1965
	<i><b>Amérique Latine</b></i>
<i>Argentine</i>	1951, 1956
<i>Brésil</i>	1961, 1964
<i>Chili</i>	1961, 1963, 1966, 1972, 1974
<i>Costa – Rica</i>	1962
<i>Pérou</i>	1969
<i>Inde</i>	1958, 1969, 1972
<i>Indonésie</i>	1966

Source : adapté à partir de Reinhart & Rogoff (2011c)

Il faut noter également que, à l'image de l'étalon de change or de l'entre-deux guerre, l'architecture des accords de Bretton Woods présente une contradiction fonctionnelle interne. En effet, étant fondé sur l'étalon de change or-dollar, le fonctionnement du système implique d'une part que les États-Unis (monnaie de référence) accumulent assez d'or afin de garantir les dollars utilisés par les autres pays et partant, maintenir le taux de change or stable. Cette condition impose aux États-Unis d'être constamment en surplus. D'autre part, les principes issus des accords font des États-Unis les principaux pourvoyeurs de moyen de paiement ou de liquidité internationale (dollar). Dans ce sens, ils doivent être déficitaires afin de procurer des dollars aux reste du monde. L'impossibilité d'être déficitaire et excédentaire à la fois traduit des oppositions internes dans le fonctionnement du régime. Qualifié de dilemme par Triffin (1960, 1963, 1978) qui montre que l'une ou l'autre contrainte conduit à des difficultés de paiements et partant à des problèmes d'endettement (**TABLEAU 1-3** et **GRAPHIQUE 1-1** et **GRAPHIQUE 1-2**). Il explique effectivement « *si les États-Unis corrigeaient leurs déficits persistants de la balance des paiements, la croissance des réserves mondiales ne pourrait pas être alimentée de manière adéquate par la production d'or à 35 dollars l'once, mais que si les États-Unis continuaient à enregistrer des déficits, leurs engagements extérieurs dépasseraient*

*inévitablement de loin leur capacité à convertir des dollars en or à la demande et provoqueraient une "crise de l'or et du dollar" » (Triffin, 1978, p. 2, nous traduisons). Ainsi, ni la position déficitaire ni la position excédentaire ne conduisent à une stabilité du système dans la mesure où chacune se solde par des problèmes d'endettement extérieur. La structure des paiements internationaux sous Bretton Woods peut provoquer donc une volatilité dans les engagements des pays.*

**GRAPHIQUE 1-2: EVOLUTION DU MONTANT DES DEFATS SOUVERAINS**



*Source : construite à partir des données du GRAG du 26/06/2020*

Le cours des événements semble attester le paradoxe de Triffin. En effet, à la sortie de la Seconde Guerre mondiale, l'Europe présentait un déficit énorme assorti d'un assèchement de son stock d'or du fait du financement de la guerre. À l'opposé, entre 1945 et 1958<sup>13</sup>, les États-Unis présentaient d'énormes excédents et concentraient près des deux tiers du stock d'or

<sup>13</sup> À cette période, seul le dollar était convertible. Les autres pays n'ayant pas encore rétabli la convertibilité de leur monnaie après la guerre.

mondial (Scammell, 1977). Cette situation a privé le reste du monde (l'Europe et le Japon en particulier) d'avoir des dollars pour financer sa reconstruction. Les investissements à cette période seront essentiellement financés à travers des accords bilatéraux (Bordo, 1993, p. 37-38) dont le plan Marshall (Allegret et Courbis, 2003 ; Eichengreen, 2008). Comme l'explique Milward (1984), « *la principale signification économique de l'aide n'est pas qu'elle favorise la reprise économique - car celle-ci est déjà en cours - mais qu'elle fournit un financement compensatoire pour résoudre la crise de la balance des paiements européenne* » (Helleiner, 1996, p. 58, notre traduction).

À partir de 1958, bien qu'ayant globalement un compte courant excédentaire, les États-Unis avaient des déficits de paiement dus essentiellement à d'énormes sorties de capitaux. Financés principalement en dollar, ces paiements ont permis aux États-Unis de mettre à la disposition du reste du monde de la liquidité nécessaire pour stimuler le commerce international. Selon Allegret et Courbis (2003) et Bordo (1993, 1995), en 1959, les engagements en dollar détenus par l'étranger atteignent le niveau du stock d'or des États-Unis avant de le dépasser à partir de 1960. La croissance des engagements en dollar hors des États-Unis sera accentuée par le fait que les devises acquises par les pays excédentaires étaient prêtées sur le marché financier pour des raisons spéculatives mais surtout pour satisfaire les besoins de paiement (Rueff, 1963 ; Cesarano, 2006 ; Toussaint et Millet, 2010). Rueff (1963) qualifie ce phénomène de duplication de la base monétaire. La formation de la dette des pays se voit ainsi affectée par cette duplication. L'augmentation relative des engagements étrangers en dollar par rapport au stock d'or constitue une source d'instabilité du système dans la mesure où elle exerce une pression à la modification du taux de change entre l'or et le dollar. Ainsi, le niveau élevé des engagements à partir de 1960 met en cause la capacité des États-Unis à garantir la conversion entre l'or et le dollar à un taux stable et partant de la stabilité de Bretton Woods. Pour faire face à cette instabilité naissante par les paiements en dollar, à partir de 1968, les États-Unis instituent un double marché de l'or qui fixe le prix de l'or en tant que monnaie et en tant que marchandise, le prix de l'or peut varier. Toutefois, cette réforme n'a pas permis de baisser la pression sur le taux de change entre l'or et la monnaie principale du fait, pour Allegret & Courbis (2003) et Bordo (1993, 1995), de la spéculation et d'autre part du fait de la fuite de certains pays devant le dollar notamment la France et le Royaume Uni depuis le début du processus de la démonétisation du dollar en 1968. Incapables de faire face à la demande de conversion des dollars en or de ces pays, les États-Unis vont mettre fin à la convertibilité or-dollar. Ainsi, l'étalon de change-or dollar devient l'étalon de change dollar en 1971 jusqu'à l'éclatement du système deux années plus tard (Bordo, 1993, 1995 ; McKinnon, 1993).

### **1.2.2.2. Le change flottant**

L'éclatement des accords de Bretton Woods marque la fin du régime de change fixe et ajustable. Considéré comme source de stabilité, ce bouleversement fait apparaître l'or comme le talon d'Achille de Bretton Woods. À la disparition du système, l'or est complètement démonétisé marquant ainsi la limite de la monnaie matérielle à mettre en œuvre un véritable système de paiement. À la recherche d'une nouvelle architecture monétaire internationale, les ministres des Finances et les banques centrales des principales nations se réunissent pour discuter de la meilleure alternative aux accords de Bretton Woods. Les tractations débouchent sur la mise en place d'un système de change flexible où la stabilité n'est plus dépendante de l'or, mais du dollar. Ainsi, le système de change flottant traduit l'institutionnalisation de l'étalon de change dollar. Les accords définissent deux lots de principes dont l'un concerne tous les pays sauf celui à monnaie principale et l'autre ne concerne que les États-Unis (McKinnon, 1993, p. 29). Les principes concernant les pays hors États-Unis sont au nombre de cinq. Le premier principe permet le lissage des fluctuations du taux de change à court terme sans compromettre la stabilité de change à long terme. Le deuxième principe est consacré à la libre convertibilité des monnaies et à la libre mobilité des capitaux. Le troisième principe institue le dollar comme la monnaie internationale. Dans ce sens, en dehors du marché européen, les interventions sur le marché des changes sont effectuées en dollar. Le quatrième principe quant à lui, impose aux pays d'aligner la politique monétaire de court-terme à la stabilisation du taux de change. Il s'agit de limiter l'intervention sur le marché par le biais de l'offre de monnaie à court terme. Le dernier principe autorise la déconnexion de la politique monétaire de long terme au mécanisme de change et permet un ajustement de change.

Le second lot de principe concernant les États-Unis est au nombre de trois. D'abord, ils devaient rester passifs sur le marché de change. De ce fait, ils ne doivent pas prendre des mesures pour corriger un éventuel déséquilibre extérieur ou de change. Ce principe institue en quelque sorte la possibilité pour les États-Unis d'importer sans payer le reste du monde. Ensuite, ils devraient ouvrir l'accès aux marchés de capitaux aux gouvernements étrangers et aux résidents privés dans un premier temps et par la suite maintenir sa position de créiteur net et limiter le déficit budgétaire. Enfin, les États-Unis devaient contrôler les prix mondiaux en dollar des biens échangeables à travers une politique monétaire indépendante choisie à cet effet.

**TABEAU 1-4: QUELQUES SERIES DE DEFAUTS EXTERIEURS SOUS LES REGIMES APRES BRETTON WOODS**

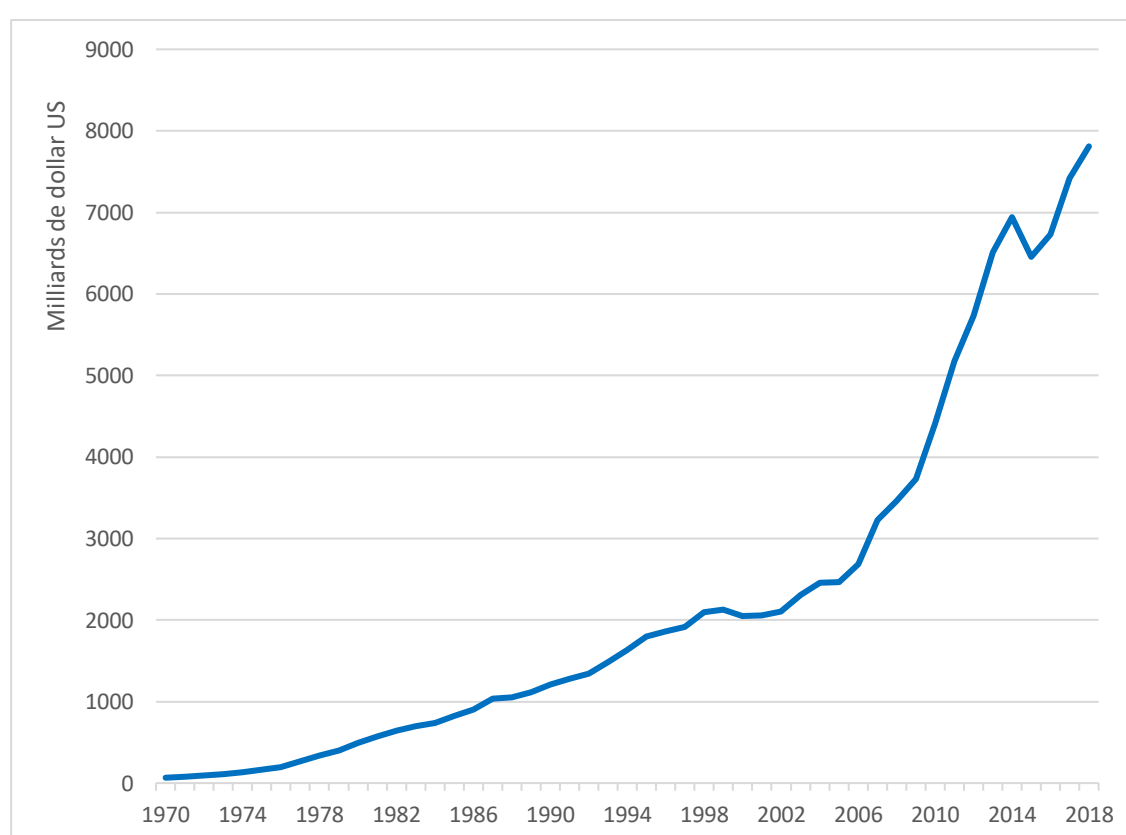
	<i>Change flottant</i>	<i>Non – système</i>
	<i>Afrique</i>	
<i>Algérie</i>		1991
<i>Angola</i>	1985	
<i>Centrafrique</i>	1981, 1983	
<i>Côte d'Ivoire</i>	1983	2000
<i>Egypte</i>	1984	
<i>Kenya</i>		1994, 2000
<i>Maroc</i>	1983	1986
<i>Nigeria</i>	1982	1986, 1992, 2001, 2004
<i>Afrique du Sud</i>		1985, 1989, 1993
<i>Zambie</i>	1983	
<i>Zimbabwe</i>	2000	2000
	<i>Europe</i>	
<i>Grèce</i>		2012
<i>Pologne</i>	1981	
<i>Roumanie</i>	1981	1986
<i>Russie</i>		1991, 1998
<i>Turquie</i>	1978, 1982	
	<i>Amérique Latine</i>	
<i>Argentine</i>	1982, 1989, 2001	1982, 1989, 2001
<i>Bolivie</i>	1980, 1986, 1989	1980, 1986, 1989
<i>Brésil</i>	1983	1983
<i>Chilie</i>	1983	1983
<i>Colombie</i>		
<i>Costa – Rica</i>	1981, 1983, 1984	1981, 1983, 1984
<i>Republique dominicaine</i>	1982	2005
<i>Equateur</i>	1982	1999, 2008
<i>Guatemala</i>		1986, 1989
<i>Honduras</i>	1981	
<i>Mexique</i>	1982	
<i>Nicaragua</i>	1979	
<i>Panama</i>	1983	1987
<i>Paraguay</i>		1986, 2003
<i>Peru</i>	1976, 1978, 1980, 1984	
<i>Uruguay</i>	1983	1987, 1990, 2003
<i>Venezuela</i>	1983	1990, 1995, 2004
<i>Asie</i>		
<i>Indonesie</i>		1998, 2000, 2002
<i>Myanmar</i>		2002
<i>Philippines</i>	1983	
<i>Sri Lanka</i>	1980, 1982	

Source : adapté à partir de Reinhart & Rogoff (2011c)

Suivant ces principes, la flexibilité et la libéralisation conduiraient à un ajustement automatique en cas de déséquilibre. En effet, lorsque le dollar se déprécie du fait du déficit des États-Unis, les autres pays vont augmenter leur demande de dollar afin de constituer une

réserve significative de change. Cette demande exercerait une pression sur l'offre de monnaie aux Etats-Unis. Cette situation provoquerait une contraction de l'offre de monnaie qui entraînerait une réévaluation du dollar. Inversement, lorsque le dollar est surévalué, sa demande baisserait et les États-Unis contraindraient cette pression déflationniste en augmentant leur offre de monnaie ce qui rétablirait le taux de change. En somme, cet ensemble de principes permettrait, suivant les auteurs, une réduction de l'intervention des pays sur les marchés de change. Conséquemment, les mécanismes du libre marché de change permettraient à eux seuls de rétablir le taux de change d'équilibre.

**GRAPHIQUE 1-3: EVOLUTION DU NIVEAU D'ENDETTEMENT EXTERIEUR DES PAYS EN DEVELOPPEMENT**



*Source : construite à partir des données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019*

Dans cette analyse, bien que la monnaie matérielle ait disparue, la monnaie de crédit (le dollar) est traitée comme une marchandise. Les mêmes causes produisant les mêmes effets selon le dicton, le nouveau système est voué à la création des mêmes déséquilibres dans les paiements internationaux. En effet, ne remettant pas en cause le système de change, le régime



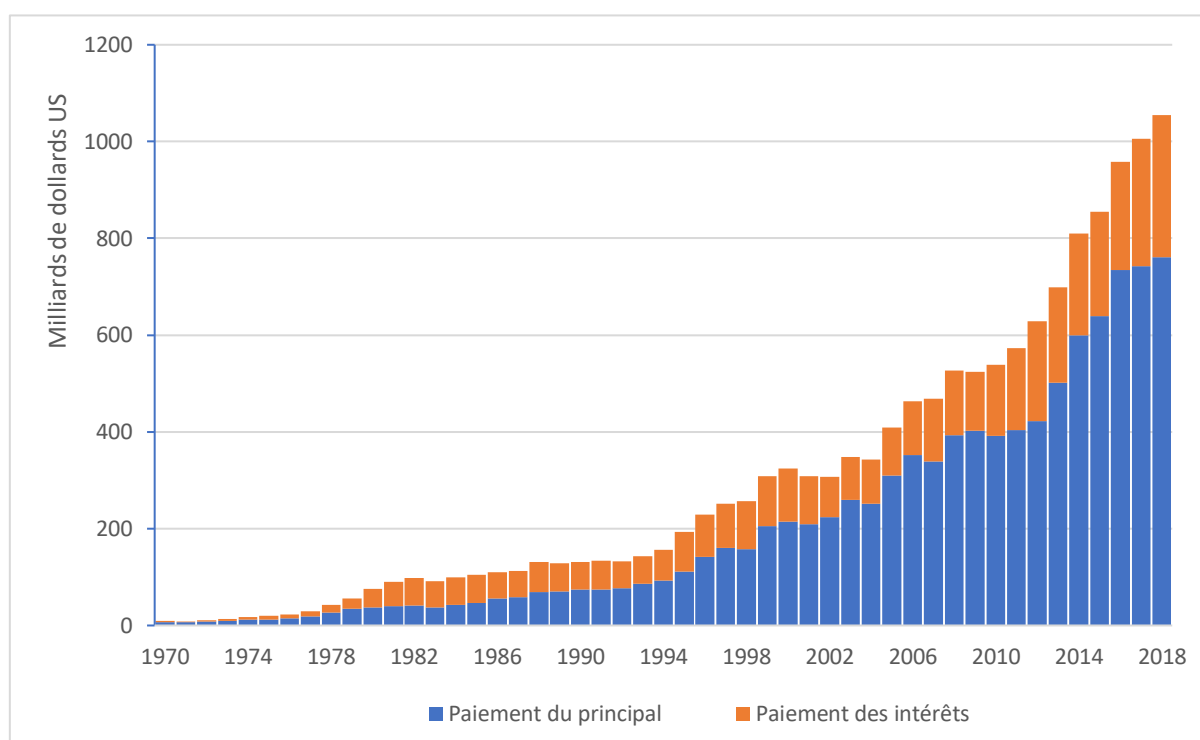
de change flottant traite les monnaies comme des marchandises ayant une valeur en soi et qui peut s'échanger contre d'autres monnaies. Cette relation relative, que les accords établissent entre les monnaies des différents pays, conduit à une forte volatilité de change. Selon Eichengreen (2008, p. 138, notre traduction) effectivement, dans le régime de change flottant, *« les taux nominaux ont souvent fluctué de 2 ou 3 % par mois ; leur variabilité a largement dépassé celle de la masse monétaire relative et d'autres fondamentaux économiques. Les taux réels étaient presque aussi volatils. Pourtant, il n'y a pas eu le chaos financier que les opposants au flottement avaient prévu. »*. Les déséquilibres de change résultant de cette volatilité ont pour conséquence de créer des distorsions au sein de l'économie domestique ou dans la structure d'endettement. Comme on peut le lire dans les analyses de McKinnon (1984, 1988, 1993). Au début des années 70, les pays sont restés passifs sur le marché de change. Cette passivité s'est traduite par de fortes inflations au cours de cette période. Selon McKinnon (1984, p. 11, traduite), *« lorsque le dollar était faible, les autres banques centrales avaient tendance à augmenter leur masse monétaire tandis que la Fed ne parvenait pas à se contracter. Le résultat a été une augmentation nette de "la monnaie mondiale précédant chacune des deux grandes inflations des années 1970". A l'inverse, lorsque le dollar est devenu étonnamment fort comme en 1980-82, les autres ont eu tendance à se contracter sans que l'expansion monétaire aux Etats-Unis ne soit compensée »*. L'ajustement par les marchés se solde donc par une inflation. Cette période se caractérise effectivement par une amplification du volume de la dette des pays.

Lorsque les pays cherchent à empêcher la volatilité de change, ils supportent également un coût qui est relatif à l'intervention sur le marché. En effet, dans le régime de change flexible, l'absence de volatilité a été caractérisée par des politiques de stérilisation. Comme le souligne Eichengreen (2008, p. 139, traduite), *« l'absence de désalignements du type de ceux des années 1980 dans la seconde moitié des années 1970 est due à deux facteurs : les gouvernements sont intervenus sur les marchés des changes et il y avait une certaine volonté (...) d'ajuster les politiques monétaires et budgétaires en tenant compte du taux de change »*. L'appréciation du dollar au début des années 1980 a conduit les pays à s'endetter énormément pour contrer ce mouvement. Selon Krugman (1985), cette surévaluation serait à l'origine de bulles financières du fait de la myopie des investisseurs<sup>14</sup> et partant de crises boursières.

---

<sup>14</sup> Il faut noter que Krugman ne met pas en cause la structure du système de change. Ainsi, son analyse se fonde sur la question des comportements.

**GRAPHIQUE 1-4: EVOLUTION DU SERVICE DE LA DETTE DES PAYS EN DEVELOPPEMENT**



*Source : construite à partir des données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019*

En somme, le régime de change flottant paraît comme un couteau à double tranchant. Lorsque le pays est passif, les fluctuations provoquent des distorsions au sein de l'économie domestique. Lorsque celui-ci décide de défendre sa parité, cette intervention conduit à une augmentation rapide de la dette qui se traduit par des crises. C'est le cas des problèmes d'endettement des années 80. Il existe donc un lien entre l'architecture monétaire et la structure de la dette des pays (*Tableau 1-4* et le *Graphique 1-1*). Le *Graphique 1-3* montre que depuis la chute du régime de Bretton Woods, les pays en développement ont connu une forte augmentation de leur endettement extérieur. Cette augmentation rapide du volume de la dette amène les pays à être défaillants sur la plupart de leurs engagements (*GRAPHIQUE 1-2*) et ce malgré l'augmentation rapide du service de la dette (*GRAPHIQUE 1-4*). Une alternative à cette défaillance nécessite de restaurer la monnaie dans sa véritable nature et l'intégrer dans l'analyse structurel du système monétaire.

### 1.2.2.3. Le non-système

L'appréciation du dollar depuis le début des années 80 met une pression constante sur les pays pour mettre en œuvre les politiques de maintien de change. En Europe, la Communauté Économique Européenne (CEE) met en place des contraintes en matière de stabilité des taux de change. En prélude à la mise en place de l'euro, des contraintes supplémentaires seront introduites par le traité de Maastricht pour lutter rigoureusement contre l'instabilité de change. Ainsi, en Europe, la maîtrise des fluctuations des changes s'est faite à travers les politiques monétaires restrictives dont la conséquence est l'augmentation du niveau de chômage. Selon McKinnon (1993), ces politiques ont renforcé la dépression des années 80 en Europe qualifiée d'« euroscléroses ». Du côté du Japon, les politiques de stérilisation mises en œuvre afin de défendre sa parité se voient anéanties par une forte appréciation du dollar (près de 20% entre juin 1984 et février 1985). Quant aux autres, la spirale de dette partie du Mexique se répand de façon spectaculaire sur les autres pays. Certains épisodes de problème d'endettement se soldent par des crises monétaires, car ces pays sont dans l'impossibilité de défendre leur parité du fait du niveau élevé de leur dette.

Le poids des ajustements devenant insupportable, le groupe des 5 se rencontre en septembre 1985 au Plaza Hotel de New York aux États-Unis afin de trouver une solution. Les accords issus de cette réunion consacrent la fin à la passivité des États-Unis et mettent en place une coordination de l'intervention des États sur le marché des changes. À la suite de ce compromis, les États-Unis en accord avec les autres pays signataires vont entreprendre des politiques d'intervention sur le marché des changes afin de faire déprécier le dollar et apprécier les autres monnaies. Après finalisation de l'accord, le groupe des 10 a dépensé plus de 10 milliards de dollars pour réajuster le taux de change (Allegret et Courbis, 2003, p. 70) en une année dans les politiques de stabilisation. Les accords n'ayant pas discuté des politiques monétaires, la dépréciation amorcée par le dollar devient inarrêtable. De ce fait, de nouvelles négociations se sont mises en place au Louvre à Paris en 1987 afin de discuter de la problématique.

Les compromis issus des négociations créent également des zones de ciblage de taux de change dans lesquelles l'objectif des politiques économiques est de contenir les mouvements de change à l'intérieur de la zone dans une marge définie (Allegret et Courbis, 2003, p. 70-71 ; McKinnon, 1993, p. 33-34 ; Williamson et Milner, 1995, p. 393-394). En d'autres termes, cette zone cible est chargée de maintenir les fluctuations de change dans un intervalle donné de plus

ou moins 5%. Au-delà de ces limites, les autorités doivent appliquer les politiques de stérilisation. Les théories sur les zones cibles se fondent sur les anticipations des agents (Krugman, 1991). Lorsque les agents anticipent une intervention de l'État à l'approche de la limite de fluctuation, les spéculations monétaires baisseraient et le taux de change reviendrait à son niveau d'équilibre. Inversement, lorsque les agents anticipent que l'État ne sera pas crédible, à la limite des fluctuations définies, ils continueront leur spéculation et le taux de change s'écartera de celui d'équilibre. Si, à l'époque, les accords ont permis d'empêcher la dévaluation du dollar, les États-Unis n'étaient pas prêts à accepter les sacrifices qu'ils devaient faire à travers des politiques d'austérité pour maintenir leur taux de change à un niveau stable à terme. Il s'en suit ainsi une dévaluation du dollar qui marque l'échec des politiques de stérilisation des autres pays à contenir les fluctuations dans l'intervalle convenu (Eichengreen, 2008). Les effets déstabilisateurs de ces accords conduisent à leur éclatement et à l'organisation monétaire individuelle des pays au niveau international pour se protéger contre la volatilité de change. C'est le retour aux situations qui ont précédé les deux guerres mondiales.

Ces dernières négociations sur l'architecture monétaire marquent la fin de l'organisation des échanges autour d'un système de paiements internationaux. En effet, depuis ces discussions, les pays ou les communautés économiques essaient de choisir le système de change (fixe, flexible, Currency board, inconvertibilité monétaire...) qui se caractérise d'une part par une moindre volatilité et d'autre part un moindre coût de stabilisation. Le rôle de supervision des États qui était assigné au FMI devient désormais un rôle d'encouragement à la coordination politique entre les pays membres. Ce « non-système » légitimise les coûts des politiques de stérilisation. Or si ces politiques n'entraînent pas une augmentation de la dette des pays, elles se font au prix de la contraction de l'emploi. Dans cette situation, chaque paiement engendre un coût supplémentaire indépendamment du coût lié à la valeur des biens échangés. Il apparaît une fois de plus que le système monétaire international influence la structure de formation de la dette des pays. La détermination de l'origine et du sens de cette relation est essentielle pour appréhender la question d'endettement des pays qui constitue une véritable « épée de Damoclès » suivant les termes de Beretta (2012).

## Conclusion

L'examen des notions de dette extérieure et de dette souveraine montre que la monnaie est à la genèse de ces phénomènes. En effet, la dette extérieure traduit l'existence d'un engagement entre deux zones monétaires distinctes l'une de l'autre. Quant à la dette souveraine, elle naît de la nécessité pour une zone monétaire déficitaire de transmettre les paiements de ses résidents vers celle en surplus. Elle est une composante de la dette extérieure. Ainsi, la dette extérieure peut se distinguer en deux grandes composantes. D'une part, on peut distinguer celle générée par les résidents d'une économie donnée (ensemble des unités institutionnelles privées et publiques) dans leur activité de production/consommation. L'objet de l'engagement des résidents est l'investissement dans une activité de production nationale. D'autre part, on distingue la dette engendrée par le besoin d'acquisition du moyen (ou du véhicule) pour transmettre les paiements effectués par les résidents en tant qu'ensemble (unités institutionnelles). Cette dette est imputée au pays comme ensemble souverain et ne saurait être assimilée à la dette publique ou privée.

Cette conception de la dette met en cause les politiques d'austérités largement préconisées lors des crises d'endettement souverain et partant leur origine. L'analyse de la littérature économique en lien avec les systèmes monétaire est essentielle pour appréhender les limites des analyses et proposer une alternative.

Aussi, notre étude montre que l'instabilité caractérise les différents systèmes monétaires internationaux qui se sont succédés dans le temps. Ces instabilités débouchent sur des problèmes d'endettement ou des problèmes de service de la dette. En effet, les architectures qui ont structuré les paiements internationaux font que les pays sont contraints de comprimer leur économie afin d'empêcher l'apparition des déficits dont le paiement est source d'instabilité. Cette compression détériore la capacité des pays à honorer leurs engagements. C'est principalement le cas du régime étalon-or où la relative stabilité qui le caractérisait s'explique par la mise en œuvre des politiques restrictives.

En absence de politique d'austérité, les systèmes monétaires internationaux se sont caractérisés par un surendettement des pays ou par la volatilité de change lors du paiement des déficits extérieurs. En conséquence, les pays entrent dans des séries de crises d'endettement ou de change dans le cas où ils n'interviennent pas pour contrer la dépréciation continue du taux change. C'est principalement le cas des systèmes de l'entre-deux guerres, des accords de

Bretton Woods et du régime de change flottant. Il apparaît donc que malgré les différentes successions de régimes monétaires internationaux, les règlements extérieurs ont continué à détériorer la position extérieure des pays. Cette situation montre que le véritable talon d'Achille des différents arrangements monétaires internationaux qui se sont succédés se situe dans la structure défaillante des paiements. Une mauvaise structuration des paiements influence des dettes extérieures comme traduit par les crises d'endettement qui constituent le dénominateur commun de tous les systèmes monétaires internationaux. Une analyse de la formation de la dette dans le système monétaire international peut montrer de véritables défauts de la construction monétaire internationale.

Avant l'analyse de la formation de la dette dans un environnement monétaire donné, il est capital de comprendre les différents principes qui caractérisent un véritable système de paiement. En effet, pour paraphraser Goodhart (1989, p. 386), si l'on ne comprend pas comment les paiements sont effectués entre la Société Générale et la BNP, comment peut-on appréhender les règlements qui ont lieu entre la Banque de France et la Banque Nationale Suisse ? Le prochain chapitre se donne ainsi pour objet de définir les principes qui encadrent un vrai système de paiements.

## Chapitre 2 : Paiements bancaires et structuration de la dette : une analyse théorique et empirique

### Introduction

Les échanges sont au cœur du fonctionnement des économies modernes. Chaque échange nécessite ainsi des paiements qui vont décharger le payeur envers le payé et vice versa. Selon le glossaire du Committee on Payment and Settlement Systems (2003, p. 37, notre traduction) un paiement se définit comme une opération de « *transfert par le payeur d'une créance pécuniaire sur une partie acceptable pour le payé. En général, les créances prennent la forme de billets de banque ou de soldes de dépôts détenus dans une institution financière ou une banque centrale* ». La monnaie est donc au cœur des paiements comme noté par Graziani (2003) et Rossi (2007b), la monnaie se trouve au début du processus de paiements et sa disparition met fin au processus. Toutefois, dans la littérature économique, très peu d'attention est accordée au processus par lequel les dépôts prennent forme et partant leurs destructions par l'usage de la monnaie. En effet, les études sur les paiements sont principalement orientées sur la recherche des instruments qui permettent le transfert entre les participants de l'échange, des infrastructures sécurisées où ces transferts prennent place et enfin les risques potentiels liés à ces infrastructures (Fry et al., 2005 ; Hancock et Humphrey, 1997). Ainsi, sans mettre en exergue le rôle capital de la monnaie, ces analyses partent de l'existence d'un dépôt bancaire qu'il faut transférer à travers des infrastructures sécurisées tout en limitant voire supprimant les risques qui peuvent perturber la stabilité du système. Conséquemment, peu d'attention est accordée à l'analyse de l'architecture des paiements domestiques.

Or, la nature de la dette est fonction du système de paiement dans lequel elle prend forme. Comme exprimé par le proverbe russe, « une dette est belle par son paiement ». Les dettes qui naissent dans une structure de paiement défaillante peuvent constituer une source de tensions économiques. L'analyse des paiements bancaires en étroit lien avec les

caractéristiques de la monnaie est donc essentielle afin de comprendre les meilleures conditions dans lesquelles les dettes prennent forme.

L'objet de ce chapitre est de comprendre le système de paiements internes afin d'analyser correctement les particularités des paiements internationaux. Il s'organise autour de deux grandes sections. La première section expose les débats théoriques sur le concept de paiement afin de définir les caractéristiques des règlements dans les économies modernes. Il ressort de ces discussions que les analyses fondées sur la dichotomie entre la monnaie et la production atteignent leur limite quand il s'agit de définir le processus des paiements du fait de l'impossibilité de déterminer les prix (Schmitt, 1996, 2012b ; De Gottardi, 2000) qui est une étape préalable à l'échange. Ensuite, si l'analyse de Keynes (1930) constitue une alternative à la conception traditionnelle, certaines contradictions apparaissent dans sa description des paiements qui sont de nature à altérer son originalité conceptuelle. Nous montrons que l'analyse de Schmitt permet de lever ces contradictions et déduisons enfin les caractéristiques qui découlent des paiements.

La seconde section analyse la pratique du processus de paiement au niveau national et à l'échelle internationale. Nous prouvons que si les principes caractérisant les paiements sont respectés dans le domaine national, les règlements internationaux présentent des particularités qui peuvent influencer la formation de la dette des pays conçus comme ensembles de leur résidents.

## **2.1. L'analyse théorique des paiements**

Dans la littérature économique, les paiements apparaissent comme un concept courant et de ce fait les analyses se consacrent à comprendre leur mise en place à travers les infrastructures physiques plutôt qu'à une étude profonde de sa nature. Lorsque l'on s'engage à appréhender sa nature, plusieurs contradictions apparaissent ce qui traduit la complexité de la notion. Cette section est consacrée à la discussion théorique de la notion de paiement. Elle se développe suivant quatre points essentiels. Les trois premières sous-sections discutent les concepts de paiement respectivement suivant l'analyse néoclassique, keynésienne et celle du circuit. La dernière sous-section définit les caractéristiques des paiements à partir des discussions théoriques.



### 2.1.1. La conception néoclassique des paiements

L'analyse néoclassique des paiements est menée dans un cadre dichotomique où la production et la monnaie définissent deux réalités qui se distinguent l'une de l'autre. Le secteur de la production appréhende la production dans son aspect purement physique et se compose de deux marchés essentiels qui sont le marché du capital et le marché du travail. La distribution de revenu se fait sur la base de la productivité marginale de chacun de ces facteurs de production. Ainsi, les capitaux sont rémunérés à la productivité marginale du capital tandis que la productivité marginale du travail rétribue le travail. En d'autres termes, *« l'hypothèse centrale plus ou moins explicite qui sous-tend toutes les théories microéconomiques de la distribution est que la production de chaque facteur de production employé est égale aux services que ce même facteur met dans le processus, car le principe de conservation qui sous-tend cette conception de la production (Mirowski, 1989/2001) soutient que leur revenu n'est autre que leurs services transformés »* (Bailly, 2012, p. 102, nous traduisons).

Les limites d'une telle conception apparaissent déjà au stade de la production quand on essaie de construire une fonction de production. Ces limites deviennent encore plus nettes au stade des échanges, donc des paiements. En effet, les prix de l'échange sont déterminés sur les fondements d'un échange relatif comme l'explique la thèse de Walras (1874, p. 333), *« le prix de vente des produits se détermine sur le marché des produits, en raison de leur utilité et de leur quantité ; il n'y a pas d'autres conditions à considérer ; ce sont des conditions nécessaires et suffisantes »*. Plus précisément, *« en réalité, le prix n'est sensible (et mesurable) qu'en tant que relation entre deux produits, c'est-à-dire en tant que prix relatif »* (Mckenzie, 1989, p. 3, notre traduction). De ce fait, le prix d'un bien ou d'un service *A* relativement à un bien ou service *B* serait le rapport entre les quantités de biens *A* et *B*. Il représente en quelque sorte la quantité de bien *B* que l'on est prêt à céder et que l'on cède effectivement pour acquérir une quantité donnée de bien *A*. Une fois les prix déterminés dans cette situation, la question de moyen de paiement se pose. En effet, selon Walras (1874, p. 333), ce sont les prix de vente qui déterminent le prix des services producteurs donc des salaires :

*« Bien loin que ce soit le prix de revient des produits en services producteurs qui détermine leur prix de vente, c'est plutôt leur prix de vente qui détermine leur prix de revient en services producteurs. En effet, le prix des services producteurs s'établit, sur le marché de ces services, en raison de l'offre qui en est faite par les propriétaires*

*fonciers, travailleurs et capitalistes et de la demande adressée par les entrepreneurs. Et cette demande, de quoi dépend-elle ? Précisément du prix des produits ».*

Dans cette situation, en partant de la considération que les prix des produits déterminent les prix des facteurs producteurs, l'origine des revenus qui permettront d'effectuer les paiements de ces produits et de rémunérer les facteurs de production reste donc à déterminer. En d'autres termes, d'où vient le revenu initial qui effectuera les paiements et afin que l'entreprise puisse rémunérer les différents facteurs de production ? Si l'on suppose que les revenus sont distribués à l'avance, comme soutenu par Bailly (2012, p. 103, nous traduisons), il faudrait distinguer sur un produit donné la part du produit correspondant respectivement à chaque facteur de production :

*« comme il y aurait deux facteurs de production et donc deux marchés de facteurs distincts - le marché des capitaux d'une part, et le marché du travail d'autre part - le principe de conservation exigerait qu'il y ait deux catégories de produits et donc deux catégories de prix : (1) les biens d'intérêt, dont le prix détermine le prix du facteur capital ; et (2) les biens salariaux, dont le prix dicte le prix du travail ».*

Toutefois, selon Sraffa (1960), explique que pour déterminer le prix du facteur capital, il faudrait que le profit soit distribué à l'avance. Or, *« le surplus ou le bénéfice doit être réparti proportionnellement aux moyens de production (ou au capital) avancés dans chaque branche d'activité ; une telle proportion entre deux agrégats de biens hétérogènes (autrement dit, le taux de profit) ne peut être déterminée avant de connaître le prix des biens. D'autre part, nous ne pouvons pas différer l'attribution de l'excédent jusqu'à ce que les prix soient connus, (...) le prix ne peut pas être déterminé avant de connaître le taux de profit. Il en résulte que la répartition du surplus doit être déterminée par le même mécanisme et en même temps que les prix des marchandises »* (Sraffa, 1960, p. 6, nous traduisons). La problématique est donc irrésolvable.

Cette contradiction interne dans la distribution des moyens de paiement et dans la détermination des prix ne permet pas d'expliquer les paiements qui ont lieu sur le marché de biens et services. Toutefois, l'analyse néoclassique essaie de contourner cette contradiction par la codétermination des prix. Comme exposé par Gilibert (1989, p. 74, nous traduisons), *« d'un système initial dans lequel le comportement économique de chaque individu est supposé être rigide déterminé par les exigences de la reproduction, nous sommes passés à un système dans lequel les capitalistes (et les rentiers) sont supposés être libres de déterminer leur*

*demande finale ; et enfin nous avons également accordé un certain degré de liberté aux travailleurs. Le terme "libre" signifie ici seulement que la composition de la demande finale est une question qui ne relève pas du domaine de la théorie pure des prix ».*

Cette détermination simultanée des prix est réalisée dans un environnement où la monnaie est considéré comme une marchandise et serait l'équivalent général de toutes les autres marchandises. Ainsi, l'échange relatif d'un bien par rapport à « l'équivalent général » permettrait d'échapper au problème de mise à disposition du moyen de paiement. En d'autres termes, à partir du rapport relatif entre chaque marchandise et l'équivalent général ; « la monnaie », permettrait de déterminer simultanément les prix et procéder alors à l'échange.

Les analyses de Schmitt (1996, 2012b) sur la question montrent que même l'intégration de la monnaie marchandise ne permet pas d'échapper au problème des paiements. En effet, suivant la conception marchandise de la monnaie, pour qu'il ait échange, il faudrait au moins présenter deux biens à partir desquels le prix et la quantité d'équilibre à échanger seront déterminés. Dans ces conditions, pour déterminer le prix le bien 1 et le bien 2 par exemple, trois équations sont nécessaires à résoudre. La première consiste à déterminer le prix d'équilibre du bien 1 en égalisant son offre à sa demande. La deuxième équation traduit l'égalisation entre la demande et l'offre du bien 2 pour déterminer son prix et sa quantité d'équilibre. La troisième équation consiste à déterminer le prix relatif du bien 1 par rapport au bien 2. Si les deux premières équations permettent d'avoir les prix du bien 1 et du bien 2, le prix relatif de la troisième équation est indépendant des prix définis dans la première (une équation pour trois inconnus). Or, « [s]i aucun lien n'existait entre les deux variations de prix, la détermination de l'inconnu *unique* présent dans les circonstances, à savoir le prix de l'une des marchandises par rapport à l'autre, resterait *indéterminée* ou, ce qui revient au même, *surdéterminée* » (Schmitt, 2012b, p. 29, notre traduction). En conséquence, toute correspondance entre ces trois grandeurs indépendantes ne sera qu'un pur hasard. Comme expliqué par Schmitt (2012b, p. 20-21, notre traduction), « *même si l'on suppose que les prix purement numériques sont la barre de mesure de l'offre et de la demande, la détermination d'un échange entre deux produits de base nécessite la solution simultanée de trois équations, deux de trop. La solution est désespérément indéterminée* ». Avec l'indétermination, aucun échange ne peut avoir lieu.

Étant donné que l'absence de prix qui est un coefficient de répartition implique une absence des échanges, nous pouvons ainsi conclure que la conception néoclassique est limitée

dans son explication des paiements dans les économies modernes. En conséquence, elle est restreinte pour appréhender l'existence d'une relation entre la formation de la dette et la nature des paiements.

### **2.1.2. La conception keynésienne des paiements**

La monnaie occupe une place centrale dans l'analyse keynésienne des paiements. En effet, dans sa théorie de la monnaie, Keynes (1930, p. 121, nous traduisons) met en évidence l'insuffisance de la conception néoclassique et « *propose donc de rompre avec la méthode traditionnelle qui consiste à partir de la quantité totale d'argent indépendamment des fins auxquelles il est employé, et de commencer à la place - pour des raisons qui deviendront évidentes au fur et à mesure - par le flux des gains ou des revenus monétaires de la communauté, et par sa double division (1) en parties qui ont été gagnées par la production de biens de consommation et de biens d'investissement respectivement, et (2) en parties qui sont dépensées pour des biens de consommation et pour l'épargne respectivement* ». Il subdivise ainsi l'économie en deux opérations principales. La première opération donne lieu à la formation de revenu. Il s'agit donc de paiements créateurs de revenu. La seconde opération quant à elle utilise le revenu formé dans la première sous forme de consommation ou d'investissement. Cette opération traduit les dépenses de revenus créés. Cette approche permet à Keynes de définir les prix en fonction des salaires versés (Keynes, 1936, chap. 4) et constitue ainsi une meilleure alternative au prix relatif. Il apparaît effectivement qu'en tant que flux, le revenu formé par l'émission monétaire est intimement identique à la quantité de biens réels produits par les travailleurs. En d'autres termes, dans cette approche, le revenu monétaire créé dans la première opération est l'image des biens réels. Il s'agit ici de la nature endogène de la monnaie.

Si cette analyse de formation instantanée de revenu constitue l'une des plus grandes originalités de Keynes dans la théorie économique, celle-ci est altérée dans la description des opérations de paiements. Une fois conçue la distinction entre formation et utilisation des revenus, il reste à analyser le processus de formation qui correspond à l'apparition de la monnaie et c'est à ce stade que se pose le problème de la nature de la monnaie. En effet, sur ce point, Keynes est hésitant avec ses « *préférences* » qui rétablissent un raisonnement en termes d'offre et de demande de monnaie. L'étude de ces différents concepts montre que l'on

retombe sur la conception de la monnaie en tant que marchandise que l'auteur a voulu déconstruire.

D'abord, dans la *Théorie Générale*, Keynes (1936) introduit le concept de la préférence pour la liquidité qu'il justifie par trois motifs de détention de la monnaie que sont la transaction, la précaution et la spéculation. La préférence pour la liquidité va influencer les taux d'intérêts et partant la production. Cette approche donne lieu à deux contradictions essentielles vis-à-vis de l'approche initiale. Le premier vient du fait que les motifs de la demande de monnaie sont indépendants de l'offre de la monnaie. Dans ces conditions, contrairement à l'originale thèse de la formation instantanée du revenu, l'offre de monnaie serait exogène et ne pourrait correspondre à la demande de monnaie que par un processus d'ajustement. Le second problème selon Le Heron (2002) vient de la perception du taux d'intérêt qu'implique la préférence pour la liquidité. Selon Keynes (1936) effectivement, la demande de monnaie pour motif de spéculation consiste en un arbitrage ex post entre la monnaie et les titres au taux d'intérêt sans risque. Le taux d'intérêt du marché permettrait d'ajuster le niveau de la demande de monnaie à une offre de monnaie constante à court terme. L'équilibre sur le marché monétaire serait atteint au taux d'intérêt qui égalise le stock de la demande de monnaie à celui de l'offre de monnaie. En d'autres termes, le taux d'intérêt est déterminé par un équilibre de stock indépendamment de l'émission monétaire (Goux, 1996). La nature inédite de la monnaie en tant que flux qui caractérise l'approche initiale laisse ainsi place à la dimension stock que lui prête l'analyse néoclassique. Il apparaît donc que l'offre et la demande de monnaie qui était autrefois instantanées (Keynes, 1930) deviennent distinctes l'une de l'autre. Comme expliqué par Kaldor (1980, p. 296, nous traduisons), « Keynes lui-même n'a jamais vraiment remis en question l'hypothèse selon laquelle l'offre de monnaie, quelle que soit sa forme, est déterminée de manière exogène par les autorités monétaires. Du moins, ses équations (que ce soient celles du *Traité de la monnaie* publié en 1930 ou de la *Théorie générale* de 1936) ne correspondent à aucune autre interprétation. Elles ne concernent pas l'offre de monnaie, mais la demande de monnaie, qu'il en est venu à considérer comme une fonction du taux d'intérêt, car la perte d'intérêt est le sacrifice qu'implique la détention de la monnaie ».

L'ambiguïté introduite par la théorie de la préférence pour la liquidité vient donc affaiblir la « Révolution » keynésienne. En effet, les controverses soulevées par les propriétés de la demande de monnaie rapprochent Keynes de l'analyse néoclassique. Les critiques avancées principalement par Hicks (1936) Ohlin (1937a, 1937b), Ohlin, Robertson et Hawtrey (1937) et Robertson (1936, 1938) faisaient remarquer que les thèses développées dans la

théorie générale ne contredisent pas les fondements de la conception néoclassique de la monnaie. Par exemple, Hicks (1936, p. 245-246, nous traduisons) affirmait que :

*« La manière particulière adoptée par M. Keynes pour faire ressortir ce [(caractère monétaire de l'intérêt)] est sa doctrine de la "préférence pour la liquidité". L'individu a le choix entre détenir de l'argent ou le prêter - un choix qui peut être exprimé au moyen d'une courbe de demande, montrant les montants d'argent qu'il souhaitera détenir à différents taux d'intérêt. Le taux d'intérêt sera déterminé à un niveau qui rend la demande de monnaie égale à l'offre.*

*Cela semble être une doctrine des plus révolutionnaires ; mais elle n'est pas, je pense, aussi révolutionnaire qu'il y paraît. En effet, sur une courte période, la différence entre la valeur des choses qu'un individu acquiert (y compris l'argent) doit, en dehors des dons, être égale à la variation de sa dette nette - ses emprunts et ses prêts. Il en sera de même pour une entreprise. Si, par conséquent, la demande de chaque produit et facteur est égale à l'offre, et si la demande d'argent est égale à l'offre d'argent, il s'ensuit, par simple arithmétique, que la demande de prêts doit être égale à l'offre de prêts (lorsque ces dernières sont interprétées de manière correctement inclusive). De même, si les équations de l'offre et de la demande se vérifient pour les produits, les facteurs et les prêts, il s'ensuivra automatiquement que la demande d'argent est égale à l'offre d'argent. »*

En réponse à ces critiques, Keynes (1937a, 1937b, 1939, 1973) introduit un quatrième motif de préférence pour la liquidité : le motif de finance. Cette notion est introduite par Keynes pour montrer la possibilité de financer l'investissement sans faire fluctuer le taux d'intérêt (Bradley, 1993 ; Goux, 1996) et rétablir le concept de monnaie flux. En d'autres termes, il s'agirait d'un investissement qui ne mobiliserait pas l'épargne. Selon Keynes (1937, p. 248, 1973, p. 210) effectivement, le motif de financement définit « *une demande supplémentaire de liquidité en échange d'une créance différée. Il s'agit, au sens littéral, d'une demande de monnaie. Mais la finance n'est pas la seule source de demande de monnaie, et les conditions auxquelles elle est fournie, que ce soit par les banques ou par le marché des nouvelles émissions, doivent être plus ou moins les mêmes que les conditions auxquelles les autres demandes de monnaie sont fournies* ». Si l'investissement est antérieur à l'épargne, la question de l'origine des fonds et du rétablissement de la position de liquidité se pose et sera par la suite au centre des discussions entre keynésiens et robertsoniens que Johnson (1951) qualifie de controverse de Cambridge.

Suivant l'approche keynésienne, les créances faisant les dépôts, dès que le crédit est accordé pour le motif de finance, les fonds sont nécessairement déposés dans le système bancaire. De ce fait aucun problème de liquidité ne peut apparaître. Comme l'explique Keynes (1937b, p. 666, 1973, p. 219), « *La "finance" est essentiellement un fonds de roulement qui n'utilise aucune épargne. C'est, pour la communauté dans son ensemble, une opération purement comptable. Dès qu'elle est "utilisée", c'est-à-dire dépensée, le manque de liquidité est automatiquement comblé et l'on peut à nouveau utiliser le consentement à se rendre temporairement illiquide* » (traduction de Bradley (1993, p. 71-72)). Ne mobilisant aucune ressource, la demande de monnaie pour motif de finance ne peut logiquement être impliqué dans l'achat des biens existant dans l'économie. La seule condition que celle-ci puisse être dépensé dans l'achat des biens réels existants est de créer le pouvoir d'achat immédiatement (Bailly, 1992 ; Bradley, 1993).

Toutefois, curieusement, Keynes n'accorde aucune attention aux achats dans lesquels la finance est impliquée. En effet, Keynes soutient que quel que soit l'usage de la finance, elle est restituée au système bancaire. Ainsi, « *[c]ette "finance", ou liquidité [cash], engagée pendant l'intervalle entre planification et exécution, est dûment libérée (pour la circulation dans son ensemble) après avoir fait l'objet de paiements sous forme de revenus, que ceux-ci soient dépensés ou épargnés par leurs "titulaires"* » (Keynes, 1938, p. 322, 1973, p. 233). Cette conclusion soulève deux principales contradictions. La première vient du fait qu'en interprétant la « finance » comme une autorisation de découvert (Keynes, 1937a ; Goux, 1996), la demande de monnaie augmenterait et partant les agents peuvent utiliser cet investissement ex ante pour payer des produits courants. Or, « *tant que la firme n'utilise pas les facilités consenties, la banque n'est pas réellement engagée. La firme doit à la banque qui doit à cette même firme : la relation est totalement blanche, neutralisée. L'ouverture de la ligne de crédit n'est que l'engagement de la banque à payer lorsque la firme le souhaitera et à assumer les conséquences financières de ce paiement* » (Bradley, 1993, p. 73). Il apparaît donc que la simple autorisation de découvert n'a aucun effet sur la demande de monnaie ni sur l'offre. Si la « finance » peut être utilisée dans la dépense des biens courants, elle mobilise indéniablement une épargne existante comme expliqué par (Bailly, 1992 ; Bradley, 1993 ; Bradley et Piégay, 2012). Dans ces conditions, rien ne la différencie des motifs précédents et conséquemment, ne permet de lever les précédentes controverses.

La seconde contradiction vient de la possibilité d'avoir de la monnaie positive dans l'économie. En effet, étant donné que Keynes caractérise la finance comme une demande de monnaie ne mobilisant aucune ressource, la possibilité de dépenser ces fonds dans des achats courants signifierait que la banque émettrait de la monnaie positive. De ce fait, il existerait donc chez Keynes un « stock » de « finance » auquel les firmes auraient recours pour effectuer leurs dépenses d'investissement comme le fait remarquer Bradley (1993). Cette conception est paradoxale par rapport à l'approche originale que Keynes souhaite introduire. Or, « *[l]orsque les banques concrétisent leur promesse de payer, les entreprises ne reçoivent positivement aucune monnaie de la part des banques. La raison profonde de cela est qu'il n'existe aucune monnaie positive dans l'économie avant le versement des salaires. Pour que la monnaie devienne un moyen de paiement, il est absolument nécessaire qu'elle soit dotée d'un pouvoir d'achat* » (Bailly, 1992, p. 6).

En concevant la monnaie comme un flux, Keynes se démarque remarquablement de la conception dominante. Cependant, dans son explication des paiements, Keynes abandonne son analyse instantanée au profit d'une analyse séquentielle ce qui va dénaturer cette originalité conceptuelle. En effet, dans son explication des paiements, la conception de la monnaie flux disparaît pour donner lieu à la rencontre de deux stocks que sont le stock de dépôt bancaire et le celui de biens réels. C'est dans ce sens que Keynes va introduire dans la théorie générale le concept de la préférence pour la liquidité qui suppose que la monnaie peut être demandée pour elle-même. Comme expliqué par Kaldor (1984, p. 10, 1985, traduite), « *Keynes a involontairement contribué au renouveau du monétarisme de Friedman par son équation de "préférence pour la liquidité",  $M = L(Y, r)$ , où la demande de monnaie était supposée varier avec le taux d'intérêt ainsi que le revenu, alors que l'offre de monnaie,  $M$ , était prise comme une constante exogène* ». Cette conception sera le fondement de nombreuses analyses (principalement portées sur le multiplicateur keynésien), des courants s'inspirant de Keynes et constitue de fait leur talon d'Achille.

Somme toute, nous pouvons conclure comme Bradley et Piégay (2012, p. 138) que l'analyse de Keynes « *n'est pas une alternative approfondie aux conceptions traditionnelles : un lien est en effet établi à un moment donné entre la monnaie et la production, mais il est de caractère très vague et peut être modifié lors de toute transaction ultérieure* ». En concevant les paiements comme une circulation de monnaie entre les agents, Keynes altère sa conception originale de la monnaie en tant que flux. La conception des paiements devient problématique



puisqu'elle est en contradiction avec le concept de départ. L'analyse la plus aboutie des paiements, qui constituera une rupture complète avec l'analyse traditionnelle, sera donc celle qui sera conforme à la nature de la monnaie en tant que flux comme conçu par Keynes lui-même. Le fondement d'une telle analyse doit être la comptabilité. En effet, comme expliqué par Keynes (1936, p. 81-82) :

*« [l]a prédominance de l'idée que l'épargne et l'investissement, pris dans leurs sens simples, peuvent différer l'un de l'autre, doit être attribuée, selon nous, à une illusion d'optique consistant à regarder la relation de chaque déposant avec sa banque comme une transaction unilatérale au lieu d'y voir la transaction bilatérale qu'elle est en réalité. On se figure qu'un déposant et sa banque peuvent s'arranger d'une façon ou d'une autre pour accomplir une opération qui fasse disparaître l'épargne dans le système bancaire, de sorte qu'elle soit perdue pour l'investissement, ou au contraire que le système bancaire peut rendre possible la réalisation d'un investissement auquel aucune épargne ne corresponde. Mais personne ne peut épargner sans faire un acquêt de forme quelconque, argent liquide, créance ou biens de capital, et pour qu'une personne puisse ajouter un capital à son patrimoine, il faut ou qu'un capital nouveau de valeur égale soit créé ou qu'une autre personne cède un capital de même valeur qu'elle possédait antérieurement. Dans le premier cas il y a un investissement nouveau correspondant ; dans le second cas il faut que l'autre personne ait « désépargné » une somme égale (...). Si c'est le système bancaire qui cède un capital, il faut que quelqu'un se dessaisisse d'argent liquide. Par suite, lorsque on additionne l'épargne de la première personne considérée et celle des autres personnes, le montant global obtenu doit nécessairement être égal, pendant la période courante, au montant de l'investissement nouveau ».*

Ainsi, quel que soit la méthode de paiement et/ou le symbole monétaire utilisé pour effectuer les règlements, les deux composantes du bilan est affecté et est instantanée. Au-delà de l'identité qui établit l'égalité entre l'investissement et l'épargne, il apparaît que tout revenu formé est immédiatement utilisé. Cette approche fournit donc une base de l'analyse des paiements dans la mesure elle peut s'appliquer au paiement des salaires : dès que les salariés sont payés sur leur compte bancaire, le revenu est déposé et donc dépensé. En d'autres termes, l'analyse instantanée des paiements constitue une piste centrale pour expliquer de manière rigoureuse les paiements domestiques.

L'analyse de Schmitt constitue ainsi une base pour appréhender les caractéristiques des paiements domestiques. Selon Graziani (2003, p. 3), *« Bernard Schmitt (...) a donné une formulation précise des principes de la théorie, défini une terminologie particulière et a*

*constamment appliqué les deux dans ses travaux. Les recherches de Schmitt vont au-delà de la simple analyse théorique et portent essentiellement sur les problèmes des paiements internationaux et des pays en développement, qu'il examine de son point de vue théorique très personnel* ». Dans ces conditions, l'analyse des paiements domestiques de Schmitt mériterait alors une attention particulière dans l'explication des paiements dans les économies modernes afin de percevoir les particularités des règlements internationaux.

### **2.1.3. L'analyse instantanée des paiements**

La contradiction qui apparaît dans l'analyse de Keynes est due principalement à une analyse en séquence entre la formation de revenu d'une part et les paiements d'autre part. De ce fait, une analyse plus approfondie et en rupture avec l'analyse du comportement des paiements domestiques devrait s'inscrire dans un cadre instantané qui respecte les lois macroéconomiques. En effet, *« en économie, la production est un événement instantané se rapportant à une période de temps finie et indivisible (un quantum de temps) et son résultat, le produit, n'est rien d'autre que ce quantum. En particulier, le paiement des salaires est un événement instantané qui, définissant une formation de revenu positive, se réfère à une période de temps finie [c'est-à-dire la période pendant laquelle les salaires s'accumulent sur une base contractuelle] »*<sup>15</sup>. Pour constituer une véritable alternative à la conception dominante et mieux appréhender les paiements dans les économies modernes, Schmitt conçoit la production et consommation comme un événement instantané. Étant donné que la production et la consommation sont les deux faces d'une même pièce, formation de revenu jusqu'à son extinction est également instantanée. En conséquence, suivant cette analyse, les échanges dans les économies modernes traduisent deux demi-circuits instantanés et intégrés du fait de la nature de la monnaie dans les paiements. (Schmitt, 1984c, chap. 3 ; Bailly, 2017).

Le premier circuit se traduit par la rémunération du travail qui est considéré comme le seul facteur de la production. Comme défini par Bradley et Piégay (2012, p. 144, notre traduction), il s'agit d'*« un premier circuit instantané de revenus [qui] crée un pouvoir d'appropriation sur les biens nouvellement disponibles, mais ce pouvoir est immédiatement utilisé pour stocker les biens dans l'entreprise »*. Ce premier demi-circuit consiste en la monétisation de la production domestique et intègre les biens physiques dans le circuit

---

<sup>15</sup> Citation adaptée par Rossi (2009, p. 38, notre traduction)

monétaire. Comme l'explique Bailly (2012, p. 110, traduite), « *le paiement des revenus sur le marché des services producteurs n'est pas la distribution de la production, mais une première répartition et, dans le même mouvement, une mesure de la production nationale* ». Pour Rossi (2003, 2007a, pp. 35–36, 2007b, nous traduisons), « *la rémunération des travailleurs par les firmes par l'intermédiaire des banques associe notamment la production physique à un certain nombre d'unités monétaires dans le paiement de la masse salariale. Cela crée une valeur d'échange et donne à la monnaie son pouvoir d'achat* ».

Il s'agit concrètement de l'utilisation de la ligne de crédit, qui se traduit par la fusion de la monnaie et des produits physiques en une grandeur unique ; le revenu. Comme exprimé par Cencini (1995, pp. 14–15, nous traduisons), la monnaie créée dans ce demi-circuit « *concerne le paiement des salaires effectué par la banque au profit des travailleurs et pour le compte de l'entreprise. Cette fois, le crédit inscrit sur le compte bancaire est net, tout comme la dette inscrite à l'actif de ce même compte* ». La création de la monnaie dans cette première demi-émission permet donc de mesurer économiquement les produits réels. En d'autres, elle constitue le contenant des biens réels. Inversement, les biens réels sont le contenu du revenu monétaire formé.

L'objet de cette première demi-émission est la production nationale. En effet, comme l'explique Schmitt (1984a, p. 347), « *le paiement des salaires est une émission: c'est dire que [...] les travailleurs perçoivent leur propre produit, en monnaie. Il ne s'agit pas simplement d'une équivalence, mais d'une identité : chaque travailleur obtient une monnaie qui, du fait de son émission dans les salaires, s'identifie au produit réel de ce même travailleur* ». L'idée que de la production nationale est l'objet de ce paiement apparaît également dans les analyses de Cencini (1995, 2001, 2005). À partir du principe de la comptabilité en partie double, Cencini (2001, p. 117, notre traduction) explique effectivement que, « *inscrits à l'actif du bilan des banques, les entreprises sont endettées pour le montant exact gagné par leurs travailleurs et déposé au passif. D'un point de vue analytique, c'est la production elle-même qui est inscrite à l'actif des banques. Ainsi, le paiement des salaires établit une relation étroite (une identité) entre le revenu - gagné par les travailleurs - et la production - l'objet même de l'endettement des entreprises* ».

Ainsi, la monnaie ne peut en aucun cas être un objet dans ce circuit dans la mesure où elle est purement un flux. Ce flux engendre instantanément le revenu résultant la production (Cencini, 2001, p. 3). Comme le montre la Figure 2-1, l'émission de la monnaie permet à

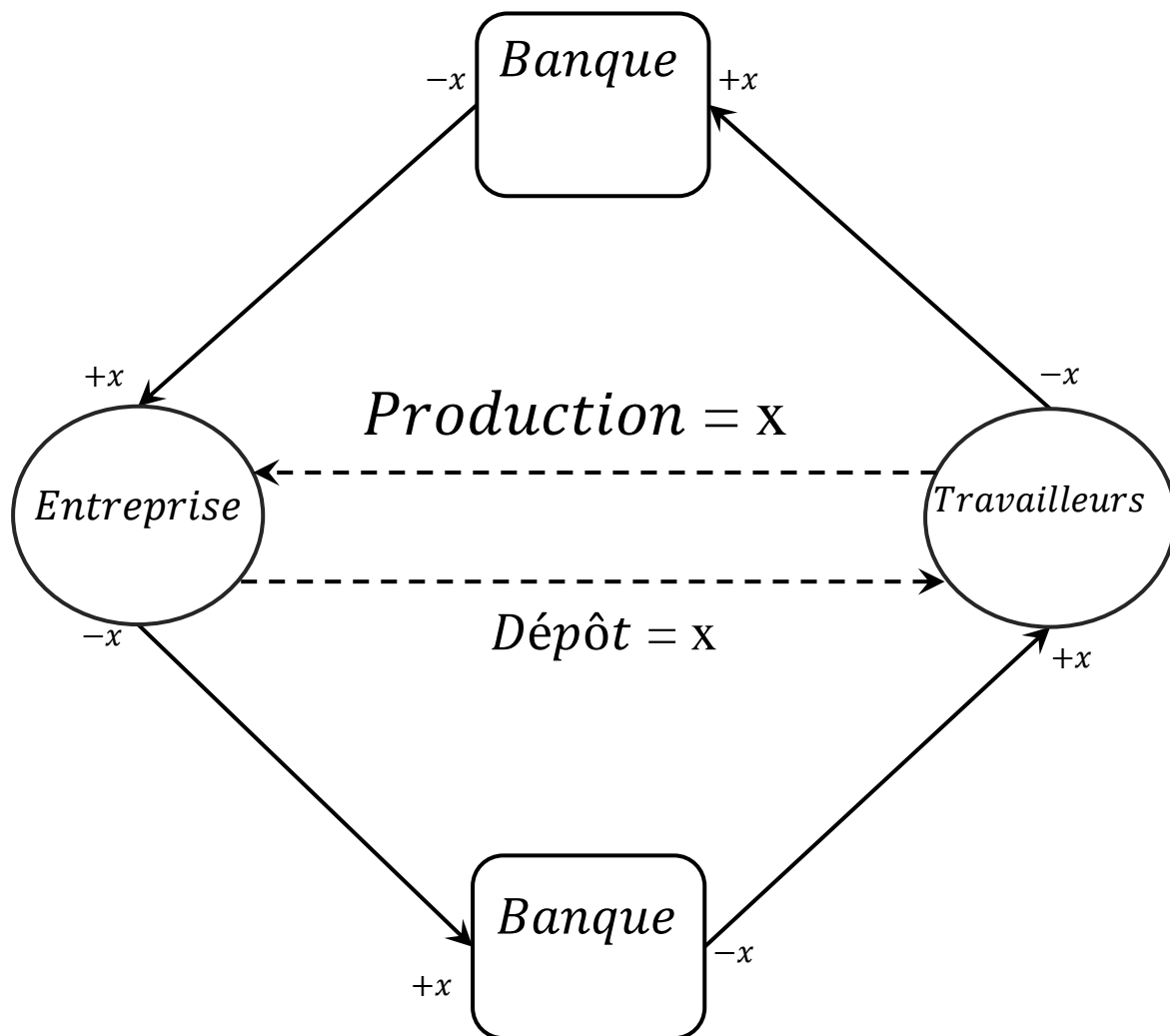
l'entreprise de stocker la production des travailleurs, en contrepartie, ces derniers deviennent créditeurs de la banque et détiennent le pouvoir d'acheter les produits stockés dans les entreprises. Elle montre également que chaque acteur est débité et crédité à la fois ce qui est une caractéristique essentielle de la comptabilité en partie double.

Cependant, si cette opération permet aux entreprises de stocker les produits des travailleurs, elle ne peut s'arrêter à ce niveau comme l'expliquent Bradley et Piégay. En effet, l'objectif d'une entreprise ne consiste pas seulement à embaucher des travailleurs qu'elle paie pour stocker ensuite les produits. Elle doit de vendre ces produits. Autrement dit, si l'entreprise ne vend pas, elle va arrêter de produire puisque ne pouvant couvrir les coûts de production et, dans cette situation, sortira inévitablement du circuit économique. Aussi, du côté des travailleurs, la finalité de leur production est la consommation. Si le produit reste stocké dans les entreprises comme une finalité en soi, les consommateurs ne pourront pas satisfaire leur désir de consommation. Si le processus s'arrêtait à ce premier demi-circuit, la finalité de l'activité de production serait une dette pour les uns et une créance pour d'autres. En d'autres termes, les revenus monétaires seraient la finalité de la production nationale. Dans ces conditions, l'analyse instantanée ne se démarquerait pas de la conception dominante de monnaie marchandise. Il est donc nécessaire de recourir à un second demi-circuit comme l'explique Keynes. On peut affirmer avec (Schmitt et Greppi, 1996, p. 348, notre traduction) que « *l'analyse des flux circulaires considère chaque transaction comme un "achat-vente" de l'acheteur concerné et une "vente-achat" du vendeur correspondant. En d'autres termes, chaque paiement unique se rapporte à deux achats et à deux ventes* ».

Conséquemment, la seconde demi-émission « *recréera les revenus et les utilisera immédiatement, cette fois en faveur des propriétaires ou utilisateurs finaux des biens, à savoir les consommateurs* » (Bradley et Piégay, 2012, p. 144, notre traduction). Cette seconde demi-émission consiste en l'utilisation du revenu monétaire créé dans le premier demi-circuit. Ce demi-circuit s'impose naturellement du fait de la nature profonde de la monnaie. En tant que flux effectivement, la monnaie ne peut être détenue comme une finalité dans les paiements. De ce fait, une fois émise dans le circuit initial, elle est nécessairement détruite du fait du principe de la comptabilité en partie double et non pour satisfaire une condition d'équilibre (Cencini, 2001, p. 18; Rossi, 2007b, p. 124). Ainsi, le revenu créé dans le paiement des salaires reflue instantanément dans la banque émettrice ce qui aboutit à sa destruction sur ou par transformation pure et simple en capital réversible. En effet, « après avoir joué son rôle de

moyen de paiement, la monnaie disparaît, laissant derrière elle une écriture comptable représentant un montant positif de revenus déposés dans le système bancaire » (Cencini, 1997, p. 274).

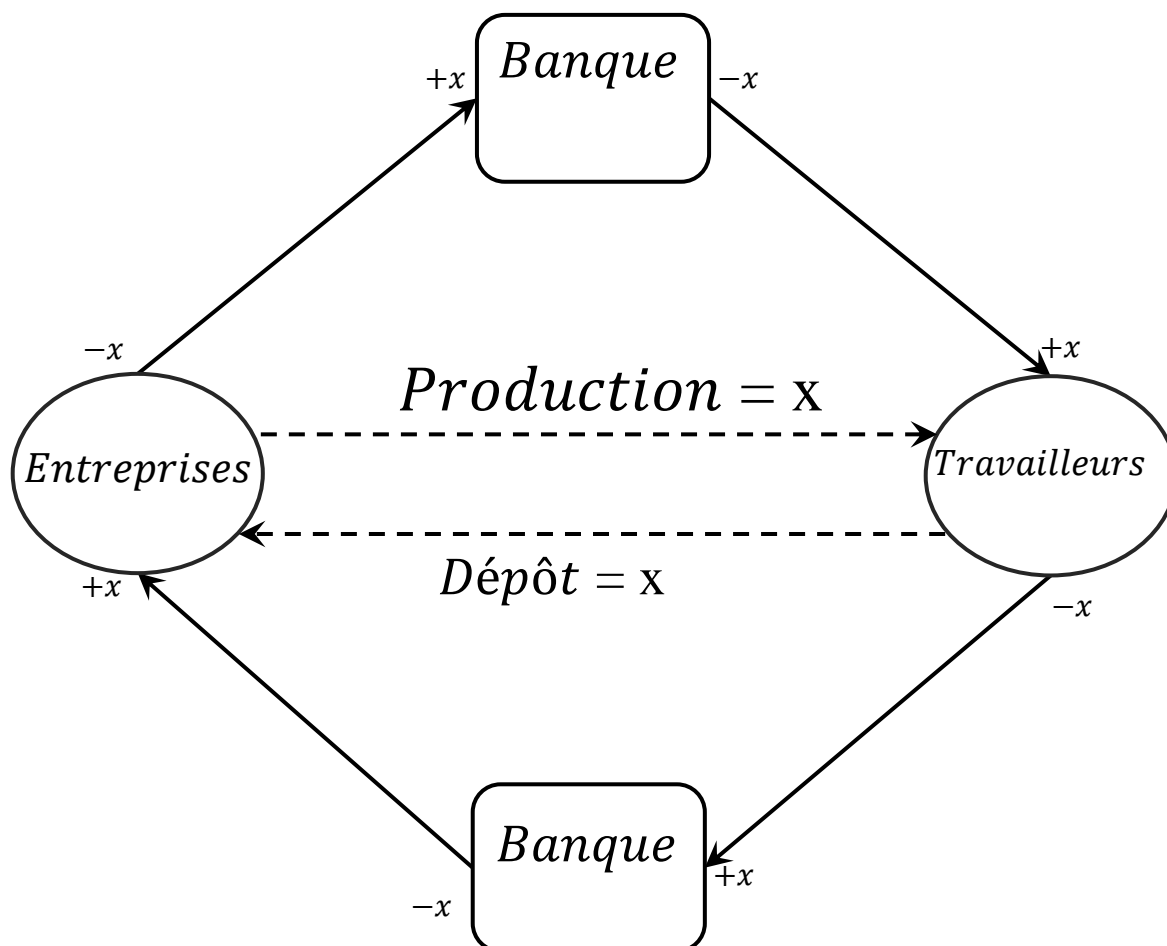
**FIGURE 2-1: CIRCUIT DE LA FORMATION DU REVENU**



Source : Adapté à partir de Schmitt (1996, p. 136)

La Figure 2-2 illustre la dépense du revenu dans la consommation de biens finals. Il apparaît effectivement qu'après dépense des revenus, l'entreprise peut rembourser, ce qui efface son engagement issu du premier circuit (Figure 2-1) et de son côté, les clients exercent leur pouvoir d'achat ce qui se traduit par un débit de leur compte auprès de la banque. La banque de son côté n'est plus engagée envers les travailleurs ni créancière vis-à-vis des entreprises d'où la destruction de la monnaie.

**FIGURE 2-2: CIRCUIT D'UTILISATION DES REVENUS SUR LE MARCHÉ DE BIENS ET SERVICES**



Source : Adapté à partir de (Schmitt, 1996, p. 136)

Dans ce circuit également, la monnaie ne constitue à aucun moment une finalité du paiement dans la mesure où son reflux neutralise le flux initial. L'objectif de ces paiements est de permettre aux travailleurs de consommer les biens réels qu'ils ont produits ou de transformer leur revenu en capital. Ce sont donc les produits réels et non les moyens de paiement qui constituent la finalité de la seconde demi-émission. Comme l'explique Cencini (1997, p. 275, nous traduisons), « *en fait, le revenu n'est pas un objet en soi, mais une relation entre un dépôt bancaire positif détenu par le public et l'objet du dépôt bancaire négatif équivalent détenu par les entreprises (c'est-à-dire la production réelle). En tant que propriétaires d'un dépôt bancaire, les détenteurs de revenus possèdent un crédit à la banque dont le contenu réel est la*

*production physique stockée dans les entreprises (...). Comme la monnaie, les revenus n'existent dans le système bancaire que sous la forme d'une double entrée mettant en relation deux dépôts équivalents de signe opposé. C'est précisément en raison de cette nature particulière des revenus que les banques jouent un rôle aussi important en tant qu'intermédiaires financiers. Ainsi, en prêtant à certains de leurs clients ce qui a été épargné par d'autres, les banques permettent l'échange entre les revenus présents et futurs et donnent aux entreprises la possibilité de vendre leurs produits à un rythme plus rapide ». De son côté, Gnos (2007, p. 94, notre traduction) atteste que « l'objet des transactions monétaires n'est autre que les biens réels produits, ratifiant l'engagement des firmes à livrer des biens à leurs travailleurs plus tard. Simultanément, les travailleurs épargnent temporairement leurs revenus sous forme de dépôts bancaires, et accordent ainsi un crédit aux firmes ».*

Somme toute, « l'union des deux demi-émissions réelles ferme le circuit de la monnaie réelle ; le « corps » de la monnaie bancaire, c'est-à-dire le produit, est créé et détruit dans la même opération, émission réelle complète. La dépense des salaires prenant rétroactivement effet à l'instant de leur formation, le circuit de la monnaie réelle est instantané, comme le circuit de la monnaie nominale dans le processus de paiements domestiques » (Schmitt, 1984c, p. 86). Pendant tout le processus, la banque agit comme un intermédiaire (monétaire et financier) ce qui fait d'elle une institution de paiement. Comme l'explique Rossi (2007b, p. 122, Notre traduction) « le système bancaire intervient pour fournir aux agents contractuels (non bancaires) le nombre d'unités monétaires nécessaires pour mesurer économiquement l'objet de la transaction et pour émettre les moyens de règlement de la dette entre ces agents. En bref, la monnaie est une unité de compte ainsi qu'un moyen de paiement. C'est l'unité de mesure de l'objet physique (matériel ou immatériel) échangée entre deux agents non bancaires : sans monnaie, il n'y aurait pas de norme numérique pour mesurer la valeur des objets que les agents échangent. En outre, la monnaie est également le moyen pour les parties contractantes de régler définitivement leurs dettes. Le point à souligner ici est que la monnaie est effectivement le moyen, et non l'objet, du paiement ». À la fin du processus,

*« Tous les revenus sont nécessairement détruits au moment de leur "naissance" ; et un capital équivalent naît des revenus détruits ; ce capital est la seule richesse que l'économie nationale acquiert sans qu'il y ait une perte correspondante de capital dans les avoirs d'un autre agent ; la véritable définition du capital macroéconomique est ainsi découverte. (ii) Les définitions insipides habituelles des stocks par rapport aux flux sont formulées à l'envers et s'apprêtent à s'inverser complètement ; en fait, les flux monétaires sont des événements*

*instantanés pendant que les stocks durent des durées positives. En fin de compte, il n'existe pas de flux circulaire d'argent ou de revenus ; la description correcte des événements monétaires consiste à dire que les revenus sont instantanément créés et détruits et donc transformés en un capital équivalent » (Schmitt, 1996, p. 136).*

Contrairement à l'analyse schmittienne, d'autres versions de l'analyse circuitiste des paiements mettent en avant trois circuits dans le processus des paiements. Par exemple, pour (Parguez et Seccareccia, 2000a, p. 106, notre traduction), du processus de la formation du revenu à la destruction de la monnaie, trois phases se distinguent : « dans la phase initiale où les banques accordent des crédits, elles émettent de nouvelles dettes sur elles-mêmes qu'elles prêtent à des agents non bancaires. Comme ces dettes sont de la monnaie, cette dernière apparaît comme une augmentation du passif des banques qui équivaut aux nouveaux dépôts du public non bancaire. (...) La deuxième phase du circuit monétaire est la période pendant laquelle les agents non bancaires dépensent l'argent qu'ils ont emprunté pour acquérir des ressources réelles, qui sont généralement de la main-d'œuvre et des marchandises produites. Les vendeurs de services de main-d'œuvre ou de marchandises acquièrent la quantité d'argent qui a été créée dans la première phase. (...) Dans la troisième et dernière phase du circuit monétaire, les détenteurs initiaux de dettes bancaires cherchent à les récupérer dans le processus de reflux à partir de leurs recettes générées par leurs dépenses initiales. Ils peuvent maintenant reconstituer leurs dépôts et rembourser leurs emprunts. Dans le même temps, les banques peuvent récupérer les dettes qu'elles avaient émises sur elles-mêmes pour financer ces prêts et ainsi éteindre leurs propres dettes implicites. La contrepartie de ce processus est l'annulation de la dette à terme des emprunteurs initiaux envers les banques ».

Telles que décrites, ces phases sont le résultat d'une analyse séquentielle des paiements. Le processus de paiement est assimilé à une circulation de monnaie entre les acteurs. De ce fait, la contradiction soulevée dans l'analyse keynésienne réapparaît, car la monnaie est comprise comme un actif net et partant, les paiements sont définis comme des transferts d'un actif relativement à un autre. En effet, (Parguez et Seccareccia, 2000a, p. 106, notre traduction) soutiennent que les « *les banques peuvent donc émettre des passifs à volonté, qui sont des dettes implicites sur elles-mêmes. L'État étant le garant ultime de ces dettes, il serait erroné de concevoir les détenteurs de la responsabilité bancaire comme des créanciers bancaires* ». La monnaie dans cette analyse n'apparaît pas comme un actif-passif, mais comme une créance de l'État à la banque. Dans cette perspective, nous retombons dans le dilemme soulevé par Bradley et Piégay (2012).



Gnos (2007) souligne à partir de l'originalité de l'analyse de Schmitt deux principales limites à cette conception des paiements. La première limite de cette analyse est qu'elle viole le principe fondamental de la comptabilité en partie double qui régit les paiements lorsqu'elle soutient l'existence d'une créance nette. En effet, la principale règle qui régit la comptabilité en partie double est que toute opération de crédit enregistrée ou créée est compensée par un débit correspondant de même montant. Dans cette situation, le respect de ce principe empêche toute apparition d'actif sans passif correspondant. Selon Gnos, même en jouant son rôle d'intermédiation financière, la banque n'agit pas à partir d'un actif net, mais du dépôt des épargnants qu'elle transfère aux emprunteurs. Ainsi, les *« écritures comptables - débits et crédits que les banques enregistrent dans leurs livres en unités de compte nominales, et qui se résolvent dans les actifs et passifs des banques en dénotant les relations financières (indirectes) entre les emprunteurs et les déposants. La monnaie bancaire est donc une double entité, et non pas une seule et même chose comme le montrent les flux monétaires (paiements) et les stocks (actifs) »* (Gnos, 2007, p. 94).

La seconde critique de Gnos à cette analyse porte sur la nature du circuit. En effet, l'originalité de l'analyse schmittienne pour Gnos repose sur un circuit instantané tandis que les autres analyses sont fondées sur un circuit séquentiel. Or, en analyse séquentielle, le temps intervient entre l'opération de création monétaire et celle de sa destruction. De ce fait, le circuit séquentiel ne permet pas d'expliquer les paiements comme une opération qui crée le pouvoir d'achat et l'utilise immédiatement (Bradley et Piégay, 2012, p. 144), mais comme un transfert entre une certaine quantité de biens réels d'une part et une certaine quantité de monnaie d'autre part comme conçue dans la théorie des échanges néoclassique. Ce résultat altère toutes les originalités qui constituent le point de départ des analyses circuitistes comme une franche rupture à la théorie néoclassique. Ainsi, nous pouvons affirmer avec Rossi (2009a, p. 40, notre traduction) que *« [les] partisans de l'école du circuit monétaire franco-italien (...) ne vont pas assez loin pour considérer que la monnaie est simultanément créée et détruite dans chaque paiement, qui dure l'espace d'un instant, tout comme la monnaie »*. Aux vues de ces limites, l'approche de Schmitt semble ainsi pertinente pour analyser les questions de paiements. De ce fait, ce travail mobilise principalement les principes énoncés par Schmitt pour analyser la question centrale qui est l'analyse des paiements internationaux en relation avec la dette des pays. La définition des principes de paiement est donc capitale pour mieux appréhender la relation entre les paiements et la dette.

## 2.1.4. Les caractéristiques des paiements

À la lecture du processus de paiement mis en avant par Schmitt, certains principes qui le caractérisent peuvent se dégager. D'abord, les paiements sont des flux instantanés. En effet, comme exprimé dans les deux circuits intégrés, les paiements des salaires créent le pouvoir d'achat et ce pouvoir d'achat est immédiatement employé (transformation en dépôt). Comme souligné par Schmitt (1984c, p. 158), « dès que les revenus sont nés, ils sont donc prêtés par leurs titulaires jusqu'au moment de leur « retrait ». C'est dire que les revenus sont instantanément transformés *en épargne* ou, identiquement, *en capital* »<sup>16</sup>. De ce fait, « le circuit de la monnaie *proprio sensu*<sup>17</sup> n'a pas de durée positive dans le temps : il dure un instant, car il faut un instant pour enregistrer un paiement dans le grand livre d'une banque » (Rossi, 2007b, p. 124, nous traduisons). On peut conclure avec Bradley (2017, p. 54, notre traduction) que « bien que la production ait un résultat instantané, elle prend du temps à être réalisée. Au moment du paiement, c'est comme si toute la période de "préparation" était "couverte" en un instant ». L'instantanéité empêche tout échange relatif et assure que les paiements soient libératoires dès qu'ils prennent place.

Ensuite, la finalité des paiements, que ce soit la formation du revenu ou l'utilisation instantanée de ce revenu dans le second circuit, porte toujours sur les biens réels. Cette propriété est l'une des natures de la monnaie qui confère aux paiements un caractère libératoire. À l'instant même où les paiements prennent place, chaque partie se libère de ses engagements vis-à-vis de l'autre dans la mesure où derrière chaque revenu dépensé se trouve un bien réel qui est véhiculé par la monnaie. Selon Cencini (2005, p. 156, notre traduction) en effet, « *c'est le revenu qui libère les dettes et non la monnaie proprement dite. À l'intérieur des pays, la monnaie acquiert son pouvoir d'achat (c'est-à-dire qu'elle devient un revenu) par son association à la production. C'est parce que la production devient le "contenu" réel de la monnaie que les paiements sont efficaces* ». Pour le Committee on Payment and Settlement Systems (2003, p. 24, notre traduction), un paiement est final lorsque « *l'exécution d'une obligation par un transfert de fonds et un transfert de titres [sont] devenus irrévocables et inconditionnels* ». Dans ce sens, du fait du contenu réel du revenu véhiculé dans les paiements, les engagements entre le payeur et le payé sont satisfaits. Par exemple, dans une situation de

---

<sup>16</sup> Conséquemment, les titulaires de revenu deviennent des acheteurs de titre et les entreprises des vendeurs de titres (Schmitt, 1984a, pp. 158–159)

<sup>17</sup> En italique dans la version originale.

vente-achat, pendant que l'acheteur dépense son revenu à l'achat d'un bien donné, il voit instantanément le niveau de ses dépôts ou de son « pouvoir d'appropriation » diminuer du même montant que la valeur du stock de sorte à annuler toute dette immédiate vis-à-vis du vendeur. Vice versa, pendant que le vendeur se constitue un dépôt bancaire ou voit augmenter son « pouvoir d'appropriation », son stock de biens réels diminue (ou ses titres augmentent) du même montant de sorte à compenser son engagement immédiat vis-à-vis de l'acheteur. Le pouvoir libératoire des paiements s'observe également dans le bilan de chaque acteur. À l'issue de tout paiement, chaque agent est effectivement débité et crédité instantanément. Ce débit-crédit instantané traduit l'absence d'endettement net ou de créance nette qui caractérise les paiements d'où leur caractère libératoire.

En outre, sans constituer l'objet des paiements, la monnaie est fournie gratuitement dans les paiements pour servir de véhicule des biens réels. Cette caractéristique de gratuité de la monnaie constitue pour Schmitt (1984c) l'une des trois révolutions apportées dans les paiements par la monnaie bancaire comparativement à la monnaie matérielle. En effet, « *la création de monnaie, qu'elle soit effectuée par des banques secondaires ou par la Banque centrale, est une opération gratuite qui ne doit jamais être confondue avec la création de revenus, une opération qui nécessite l'association de la monnaie (véhiculaire) à la production* » (Cencini, 1995, p. 32, notre traduction). Dans ce sens, ni la firme et le travailleur, ni le payeur et le payé et ni le créateur et le débiteur ne dépensent aucune somme supplémentaire ou aucune partie de leur pouvoir d'achat pour acquérir le moyen de paiement. La monnaie n'étant qu'un nombre, si les acteurs économiques devaient se procurer de ce nombre à un coût donné, les paiements seraient parfaitement déséquilibrés et détournés de leur sens originel. Ainsi, comme l'exprime Schmitt, la monnaie naît dans les paiements et se détruit dans les mêmes et uniques paiements. Elle a alors pour rôle de véhiculer les dépôts bancaires entre le payé et le payeur et disparaît à la fin des paiements.

Enfin, en plus du coût nul du moyen de paiement, Schmitt souligne deux autres avantages de la monnaie bancaire que sont l'unicité et la possibilité de capitalisation. L'unicité de la monnaie bancaire ne se traduit pas en effet par le fait que l'unité de compte est unique, mais du fait que les monnaies émises par les banques commerciales sont toutes similaires au modèle de la monnaie de banque centrale et sont parfaitement interchangeables. Il ne s'agit nullement des échanges relatifs entre monnaies tel que prôné dans les pratiques actuelles de change, mais d'un échange absolu. C'est-à-dire que dans les paiements interbancaires, la monnaie ne survit pas à l'échange ni ne fait son objet (Schmitt, 1977b). Il apparaît alors que

toute fluctuation qui conduit à la dévaluation ou à l'évaluation d'une monnaie par rapport à une autre corrompt le processus de paiements modernes. Concernant la capitalisation, Schmitt (1984c, p. 366) explique que « *dès que le profit des entreprises est réalisé en monnaie bancaire, il peut être capitalisé : la redistribution des profits n'est plus une nécessité de la logique* ».

Une fois les principes définis, il est essentiel de vérifier ces principes sur les différents systèmes de paiement national et international dans les pratiques bancaires afin de dégager les particularités qui peuvent entraîner des modifications dans la structure de la dette des participants à l'échange. Cette analyse est ainsi l'objet de la seconde section.

## **2.2. La pratique bancaire des paiements nationaux et internationaux**

Cette section a pour objet d'examiner les caractéristiques des paiements dans les pratiques bancaires au niveau national et international. Elle est composée de trois sous-sections. Chacune de ces sous-sections est consacrée à l'analyse de la pratique des paiements selon le niveau auquel les paiements s'opèrent.

### **2.2.1. Les paiements bancaires**

La pratique des paiements au sein d'une banque suit scrupuleusement le processus théorique décrit par l'analyse de Schmitt. Nous pouvons le vérifier à travers un exemple stylisé. Soit une firme  $E$  qui veut payer ses travailleurs tous affiliés à une même banque  $A$ . Pour ce faire, elle demande à la banque  $A$  de payer ses travailleurs afin qu'il puisse stocker les biens réels produit. En acceptant l'ordre de paiement de  $E$ , la banque  $A$  va débiter le compte de l'entreprise et créditer celui des travailleurs qui sont les titulaires de revenu que nous notons (TR)<sup>18</sup> conformément à l'entrée (1) du Tableau 2-1. L'entrée (1) correspond effectivement à l'idée de Keynes suivant laquelle les « *banques fournissent aux entreprises un financement sous forme de droits de tirage afin de leur permettre de lancer une production et de payer le*

---

<sup>18</sup> Nous utilisons dans cette analyse la notion de titulaire de revenu dans la distribution des salaires. Sachant qu'une partie des salaires peut être transformée en profit qui revient au capitaliste sous forme de l'amortissement du capital, et/ou de rémunération du capital.

*coût de leurs facteurs »* (Gnos, 2009, p. 7, nous traduisons). Elle traduit la phase de formation du pouvoir d'achat comme l'explique Cencini (1995, p. 15, notre traduction) « *en mettant la monnaie et la production ensemble, la monnaie acquiert un contenu réel, et la production prend une forme monétaire. En d'autres termes, la monnaie mesure (numériquement) les biens, et les biens définissent le contenu réel de la monnaie* ». La première demi-émission marque donc la monétisation de la production ou la formation du revenu national (Cencini, 1996, pp. 19–21). Dans cette demi-émission, aucune relation de paiement n'est bilatérale. En effet, lorsque E veut payer TR, elle passe par la banque A qui va s'interposer entre elle et les travailleurs. Inversement, le revenu monétaire des TR est le résultat de l'interposition de banque A entre la firme et les titulaires de revenu. L'émission monétaire a donc lieu dans une relation tripartite.

**TABEAU 2-1: CREATION D'UNE LIGNE DE CREDIT**

<i>Banque A</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(1)	<b><i>Créance sur l'entreprise E</i></b>	<b><i>xMA</i></b>	<b><i>Dépôt des travailleurs</i></b>	<b><i>xMA</i></b>

Dans la seconde demi-émission, les travailleurs font usage des revenus créés dans le premier demi-circuit. En effet, comme l'explique Keynes (1930, pp. 120–121, notre traduction) « *l'effort humain et la consommation humaine sont les éléments ultimes dont seules les transactions économiques sont capables de tirer une quelconque signification ; et toutes les autres formes de dépenses ne prennent de l'importance que si elles ont un rapport, tôt ou tard, avec l'effort des producteurs ou avec les dépenses des consommateurs* ». Le revenu peut ainsi faire l'objet de deux usages différents : il est soit dépensé dans une consommation finale, soit transformé en capital réversible ou irréversible. Lorsque le revenu est dépensé sur le marché des biens et services, c'est-à-dire pour la consommation finale, la banque A va débiter le compte des titulaires de revenu et créditer le compte de la banque de sorte à annuler la part de revenu alloué à leur achat. En effet, comme expliqué par Rossi (2007a, p. 54, notre traduction), « *la consommation implique la destruction du revenu créé par la production. Ainsi, indépendamment du nombre de consommateurs impliqués dans les transactions économiques sur le marché des produits, l'achat final de biens et de services produits réduit le montant du revenu existant dans l'ensemble de l'économie* ». L'entrée (2) du Tableau 2-2 montre l'utilisation des dépôts bancaires issus de la formation du revenu dans les achats finaux des TR. Elle traduit la consommation finale qui est un flux-reflux instantané de la monnaie.

La combinaison des entrées (1) et (2) montrent une parfaite compensation du bilan des banques où la monnaie disparaît pour ne laisser que les dépôts. Selon Cencini (2005, p. 111, notre traduction) « *en fait, dans son sens économique, la consommation est l'appropriation finale de la production. Cela signifie clairement que si l'argent n'existait pas, la consommation ne serait pas chronologiquement distinguée de la production. En l'absence d'argent, les biens réels seraient consommés au moment même de leur formation, puisqu'ils seraient immédiatement appropriés par leurs producteurs* ». Lorsque le revenu est dépensé sur le marché des biens et service, il consiste en l'exercice du pouvoir d'appropriation créé dans le premier circuit instantané (Bradley, 2017, p. 52-56 ; Bradley et Piégay, 2012, p. 144). Il apparaît dans ces paiements que la banque s'interpose entre les payeurs et les payés en tant que la tierce partie (Bailly, 2017).

**TABLEAU 2-2 : PAIEMENT SUR LE MARCHÉ DES BIENS ET SERVICES**

<i>Banque A</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
(1)	<i>Créance sur l'entreprise E</i> <i>xMA</i>	<i>Dépôt des travailleurs (TR)</i>	<i>xMA</i>
(2)	<b><i>Créance sur les titulaires de revenu (TR)</i></b> <i>xMA</i>	<b><i>Dépôt de l'entreprise E</i></b>	<b><i>xMA</i></b>

Lorsque le revenu n'est pas dépensé dans les achats finaux sur le marché de biens et services, il est investi sous forme de dépôt bancaire. Dans cette situation, le revenu est temporairement détruit et peut être récréé à tout moment pour être définitivement dépensé. Tout se passe comme si les titulaires de revenu prêtaient aux entreprises ce qui permet à ces dernières de stocker temporairement le produit en leur sein. En effet, « *le fait que la banque doive [aux titulaires de revenus] ce que [l'entreprise] doit à la banque est la preuve que le crédit accordé par la banque à l'entreprise est garanti par les titulaires de revenus* » (Cencini, 1995, p. 23, notre traduction). Keynes (1936, p. 82) soulignait plus tôt qu'aucun agent économique ne peut épargner sans dépenser. Par ailleurs, il explique également que « *si un individu thésaurise ses revenus, non pas sous forme de pièces d'or dans ses poches ou dans son coffre-fort, mais en gardant un dépôt bancaire, ce dépôt n'est pas retiré de la circulation mais donne à son banquier les moyens d'accorder des prêts à ceux qui en ont besoin. Ainsi, tout acte de thésaurisation, s'il prend cette forme, fournit lui-même les facilités de compensation à une autre partie, afin que la production et le commerce puissent continuer* » (Keynes, 1980a, p. 273, notre traduction). Ainsi, même si le titulaire de revenu n'exerce pas immédiatement son pouvoir d'achat, son revenu est instantanément prêté à la firme. En d'autres

termes, le titulaire de revenu achète des titres (IOU) de créance implicitement avec son dépôt comme le montre la Figure 2-3.

Lorsque le titulaire de revenu prête son revenu à un client noté *C* de la banque *A* par exemple, il transfère son pouvoir d'acheter à celui-ci. Ainsi nous obtenons le même résultat que lorsque le revenu est dépensé sur le marché des biens et services puisque c'est le client *C* qui consomme à la place<sup>19</sup> des TR (Keynes, 1980a ; Schmitt, 1975a ; Gnos, 2005). Pour prêter à *C*, les TR cède une partie de leurs dépôts en contrepartie de titres financiers. Étant donné que *C* ne s'endette pas pour garder son revenu dans un compte bancaire, il va dépenser sur le marché des biens et services (l'entrée (3) du Tableau 2-3). Ainsi, il se voit débité par la banque qui en contrepartie crédite l'entreprise *E*. Après l'intermédiation financière, la monnaie reflue naturellement dans la banque qui s'interpose à chaque instant entre les agents économiques. C'est le principe des échanges absolus (Bailly, 2017).

**TABLEAU 2-3: RESULTAT DE L'INTERMEDIATION FINANCIERE DE LA BANQUE**

<i>Banque A</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(1)	<i>Créance sur l'entreprise E</i>	<i>xMA</i>	<i>Dépôt des travailleurs (TR)</i>	<i>xMA</i>
(3)	<b><i>Créance sur C</i></b>	<b><i>xMA</i></b>	<b><i>Dépôt de E</i></b>	<b><i>xMA</i></b>

Nous pouvons résumer toutes ces opérations en considérant que les titulaires de revenu répartissent leur revenu suivant les différentes opérations dans le TABLEAU 2-4. Dans un premier temps, les entreprises versent *xMA* à leurs salariés après production (l'entrée (1)). Nous posons que  $x = y + z$  et se répartit comme suit : les titulaires de revenu dépensent *yMA* sur le marché de biens et services (l'entrée (2)) et prêtent *zMA* à des clients *C* (l'entrée (3)). Les clients *C* dépensent leur revenu pour acquérir des biens et services déjà produit par les salariés. L'entrée (4) est une fusion des entrées (2) et (3). Elle montre que le revenu formé lors de l'émission de la monnaie est dépensé pour acquérir ces mêmes biens réels. À la fin de l'opération de paiement, il apparaît une compensation parfaite. L'entrée (5) est le résultat de la compensation des écritures de l'entrée (1) et (4). La dette contractée par l'entreprise lors du

<sup>19</sup> Le prêt est un report de consommation de la part du prêteur. Dans notre exemple, le titulaire de revenu renonce à une consommation présente pour une consommation future tandis que le client *C* renonce à une consommation future pour une consommation présente. De ce fait, dans la période considérée, c'est le client *C* qui consomme à la place du titulaire de revenu considéré tandis que dans une période future ce dernier consommera à la place du client *C*.

paiement des salaires est parfaitement compensée par les dépôts bancaires qu'elle obtient lors de la dépense de revenu. La monnaie initialement dès le début du processus disparaît définitivement après avoir véhiculer les biens réels.

En somme, le revenu créé par l'émission monétaire se transforme en dépôt bancaire ou en capital grâce au reflux de la monnaie. Il s'agit à ce niveau d'une destruction temporaire du revenu. Pour financer les dépenses de consommation ou d'investissement, le revenu est récréé puis détruit cette fois-ci de façon définitive dans les achats de biens réels via le mouvement circulaire de la monnaie comme représenté par Figure 2-3. À l'issue des paiements, l'actif et le passif de chaque acteur se compensent parfaitement comme dénote l'entrée initiale (3') et la dernière entrée (7').

**TABLEAU 2-4: MECANISME DE FLUX ET DE REFLUX DE LA MONNAIE**

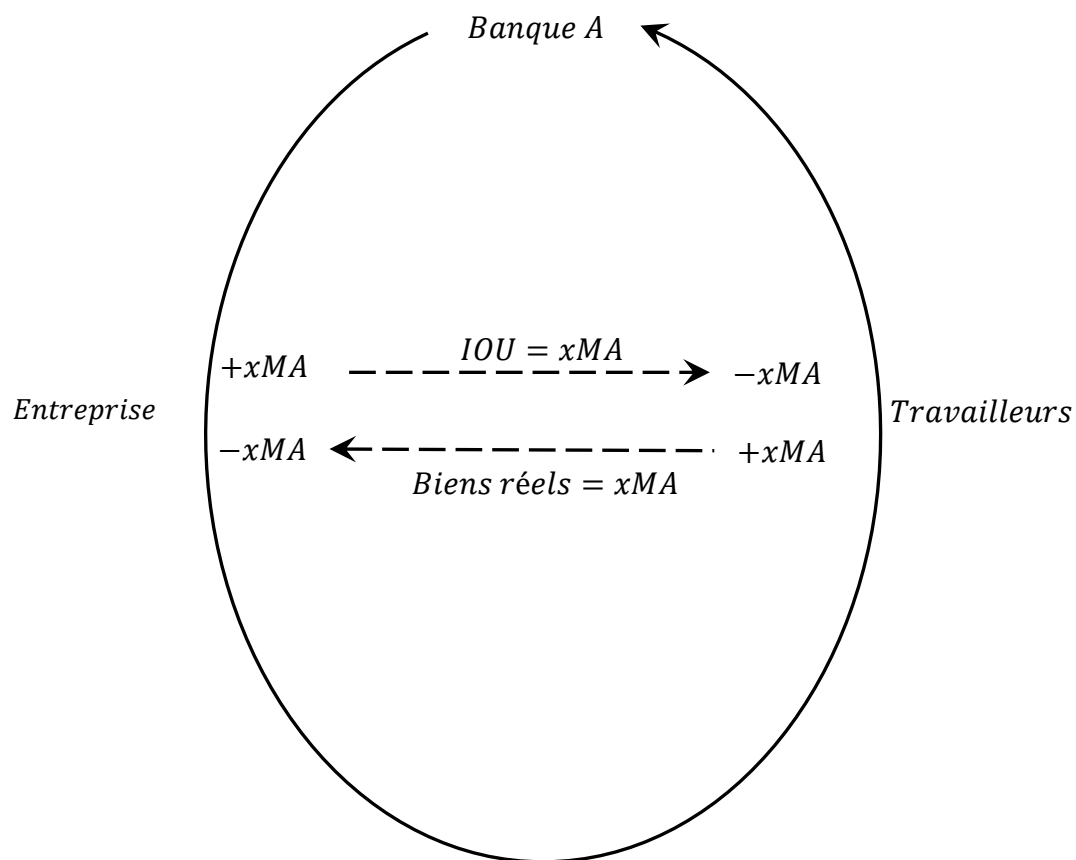
<i>Banque A</i>					
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>		
(1)	Créance sur l'entreprise E	$xMA$	Dépôt des travailleurs (TR)	$xMA$	
(2)	Créance sur les TR	$yMA$	Dépôt de E	$yMA$	
(3)	Créance sur C	$zMA$	Dépôt de E	$zMA$	
(4)	Créance sur les TR et C	$(y + z)MA$	Dépôt de E	$(y + z)MA$	
(5)	<b>Créance sur E</b>	<b><math>xMA</math></b>	<b>Dépôt de E</b>	<b><math>xMA</math></b>	

Ces paiements se caractérisent par l'existence d'une tierce partie qu'est la banque A qui fournit gratuitement le numéraire servant à véhiculer les échanges (Figure 2-3). En effet, comme le dénotent l'entrée (1), à l'émission de la monnaie la banque A a une créance vis-à-vis de l'entreprise et en contrepartie une dette vis-à-vis des salariés. Ainsi, la dette nette ou la créance nette de la banque est nulle puisque toute dette est compensée instantanément par une créance. Conséquemment la dette nette ou créance nette de l'ensemble de l'économie est nulle dans la mesure où la dette de l'entreprise vis-à-vis de la banque est compensée par la créance des salariés sur la banque. Dans ces conditions, l'émission du véhicule monétaire n'endette aucunement les deux ensembles (ensemble émetteur et ensemble payeur et payé) et en conséquence, celui-ci est fourni gratuitement comme le veulent les principes théoriques des paiements.



Aussi, la finalité des paiements dans notre exemple porte sur les biens réels et non sur la monnaie (comme exprimé dans la Figure 2-3) dans la mesure où l'objet du dépôt des entreprises est la production et les travailleurs constituent un dépôt du fait de leur production (Cencini, 1995, p. 29). Enfin, il apparaît dans notre exemple que les paiements sont instantanés puisque dès que les salaires d'un montant de  $xMA$  sont versés aux salariés, ces derniers les transforment immédiatement sous forme de titre de dépôt  $xMA$ .

**FIGURE 2-3: MECANISME DE FLUX ET DE REFLUX DE LA MONNAIE BANCAIRE**



Source : adaptée à partir de Schmitt (1996, p. 136) et Rossi (2007, p. 46)

En somme, nous pouvons conclure que les paiements entre une banque et les agents économiques respectent scrupuleusement les principes fondamentaux dégagés par l'analyse théorique des paiements. Dans tout le processus de paiement, la banque tout en étant neutre dans les échanges, s'interpose entre les payeurs et les payés. Dans le paiement de salaire, elle fait une intermédiation monétaire qui permet de fournir gratuitement aux agents la monnaie

véhiculaire de l'échange et sur le marché financier elle est intermédiaire financière ou elle effectue les paiements entre prêteurs et emprunteurs.

Toutefois, les systèmes monétaires nationaux se caractérisent par une diversité de banques, encore appelées banques commerciales ou banques secondaires qui se traduit par autant de monnaies émises dans les opérations de paiements effectués par celle-ci. Aussi, les paiements s'effectuent généralement entre des clients dont les comptes sont détenus par différentes banques domestiques. Étant donné que ces échanges font intervenir plusieurs monnaies, la seule monnaie émise par la banque du payeur est insuffisante pour véhiculer l'ordre de paiement vers le payé. Dans ce sens, par quel mécanisme ces paiements sont-ils donc effectués dans les économies domestiques ?

### **2.2.2. Les paiements interbancaires**

À l'image des paiements entre agents où une banque s'interpose lorsque les paiements impliquent plusieurs banques différentes, le besoin d'une banque de ces dernières s'impose lors des règlements interbancaires. Qualifiée généralement de banque des banques, la banque centrale représente la tierce partie qui s'interpose dans le processus des paiements entre les banques commerciales. Son objectif est de créer un système monétaire commun dans l'économie domestique (Schmitt, 1984c ; Cencini, 1995). Si les banques commerciales permettent à travers leur intermédiation monétaire de mesurer et d'homogénéiser la production nationale, l'intermédiation monétaire de la banque centrale permet conséquemment d'uniformiser les différentes monnaies émises par les banques secondaires. Dans les fonctions de la banque centrale, il apparaît également l'intermédiation financière qui confère à la banque centrale le qualificatif courant de prêteur de dernier ressort. Ces deux fonctions de la banque centrale sont essentielles pour rendre les systèmes monétaires nationaux complets. Dans cette sous-section, nous exposons ces différents rôles dans les pratiques bancaires et vérifions sa conformité avec les caractéristiques théoriques dégagées.

#### **2.2.2.1. L'intermédiation monétaire**

Soient  $C_1$  et  $E_1$  respectivement, l'ensemble des clients des entreprises dont le compte est détenu par la banque 1 et,  $C_2$  et  $E_2$  l'ensemble des clients et des entreprises de la banque 2. Supposons que les clients  $C_1$  achètent auprès des entreprises  $E_2$  pour  $100M_1$  de biens réels

pour lesquels ils doivent effectuer les paiements. Si C1 et E2 étaient dans la même banque, il suffirait que la banque débite et crédite le compte de C1 et de E2 pour finaliser les paiements. Cependant, appartenant à des banques différentes, les paiements entre C1 et E2 impliquent les deux banques dont les monnaies sont différentes. En effet, si C1 donne l'ordre de paiement à B1, celle-ci va débiter le compte de ce dernier de 100M1 et créditer B2 sous forme de dépôt de même montant (l'entrée (6) du TABLEAU 2-5). De son côté, en devenant créancier de B1, B2 en contrepartie va créditer le compte de E2 de 100M2<sup>20</sup> (entrée (6') du TABLEAU 2-5).

À ce niveau, bien que les dépôts de C1 diminuent du montant de ses achats et ceux de E2 augmentent du montant de ses ventes, la position des deux ensembles fait apparaître une dette nette ou une créance nette qui doit être payée. En effet, la dette nette de B1 est de 100M1 envers B2 tandis que la créance nette de B2 est de 100M2 envers B1. Dans ces conditions, le paiement entre les deux systèmes bancaires n'est pas encore final du fait de l'absence d'une tierce partie qui va créer une forme commune des dettes et créances de l'ensemble du système pour permettre leur règlement effectif.

**TABLEAU 2-5: PAIEMENT ENTRE CLIENTS DE BANQUES DIFFÉRENTES**

<i>Banque 1 (B1)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
(6)	<i>Créance sur C1</i> 100M1	<i>Dépôt de B2</i> 100M1	
<i>Banque 2 (B2)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
(6')	<i>Créance sur B1</i> 100M1	<i>Dépôt de E2</i> 100M2	

À moins que les clients C2 n'effectuent un paiement auprès des entreprises E1 pour contrebalancer l'opération initiale, B2 va exiger le paiement de ses créances en sa propre monnaie sans que B1 ne puisse satisfaire cette condition puisqu'elle ne peut émettre que de la monnaie M1 pour financer ses règlements. Les dépôts créés par B1 au profit de B2 constituent effectivement une reconnaissance de dette de B1 envers B2 pour avoir crédité le compte de E2. En conséquence, c'est la nécessité de permettre ces paiements interbancaires qui justifient toute la raison d'être des banques centrales comme l'expose la Banque de Règlement International

<sup>20</sup> Dans la mesure où le taux d'interchangeabilité des monnaies nationales est de 1.

(BRI), « le rôle de la banque centrale en tant qu'institution de règlement est un rôle de longue date, dans de nombreux cas ce rôle ne demandait qu'à la banque centrale de régler les positions nettes relativement faibles des banques commerciales résultant d'une procédure de compensation. En outre, cela ne se produisait qu'une fois par jour, en fin de journée. Mais avec l'introduction de systèmes plus récents et plus sûrs pour traiter les valeurs considérablement accrues des systèmes de paiement, et en particulier avec l'adoption généralisée du règlement brut en temps réel (RBTR), où chaque paiement est réglé en temps réel tout au long de la journée, les banques centrales et la monnaie de banque centrale en sont venues à jouer un rôle beaucoup plus large et plus actif. Étant donné que le règlement de chaque paiement implique un transfert direct de l'actif de règlement, les systèmes RBTR exigent une part nettement plus importante de l'actif pour assurer la fluidité des flux de paiement » (Committee on Payment and Settlement Systems, 2003c, p. 4, nous traduisons).

À l'image des transactions qui se passent entre les titulaires de revenu et les entreprises où les banques commerciales créent la monnaie pour servir de véhicule des biens réels, le recours à une tierce partie dans les paiements modernes est une condition préalable à l'aboutissement de ceux-ci (Bailly, 2017 ; Committee on Payment and Settlement Systems, 2003b, p. 20-21 ; Parguez et Seccareccia, 2000).. En effet, du fait de l'hétérogénéité des monnaies M1 et M2, pour permettre les règlements, il est nécessaire de rendre homogènes ces différents moyens de paiement. De ce fait, « les banques commerciales ont besoin de demander à la banque centrale pour que leurs paiements réciproques soient définitivement réglés » (Rossi, 2005, p. 145, notre traduction). Comme dans les échanges entre agents non bancaires, Rossi (2004, pp. 11–15, 2005, pp. 144–146, 2007a, pp. 73–79) distingue deux demi-émissions nécessaires<sup>21</sup> pour faire aboutir les paiements. Ces émissions distinctes et simultanées sont l'intermédiation monétaire et celle financière.

La première émission consiste à l'émission de la monnaie banque centrale qui va servir de moyen d'homogénéisation des monnaies secondaires. Étant donné que toutes les banques commerciales ont un compte à la Banque centrale (BC), cela permet à la BC d'une part de dégager la position de chaque banque vis-à-vis de l'ensemble du système et d'autre part de permettre de régler les soldes de compensation par cession de titres. La création de la monnaie centrale a lieu au niveau de l'opération de cession de titre. Lorsque B1 s'adresse à BC pour effectuer son paiement en faveur de B2, la BC émet la monnaie centrale (MC) en débitant B1

---

<sup>21</sup> Ces deux demi-émissions s'observent également dans la première possibilité de paiements bancaire.

et en créditant B2 comme le montre les entrées (7), (8) et (7') du Tableau 2-6. En d'autres termes, en émettant la monnaie centrale en tant qu'institution de paiement, la banque centrale empêche les banques secondaires de se payer entre elles dans leur propre monnaie. Cette analyse est conforme à la pratique bancaire, car selon le Committee on Payment and Settlement Systems (2003b, p. 9) lorsque « *les banques débitrice et réceptrice sont toutes deux des participantes directes au système de paiement interbancaire et détiennent des comptes auprès de l'établissement de règlement, (...) le règlement est effectué par un débit du compte de la banque débitrice et un crédit sur le compte de la banque réceptrice* ».

**TABEAU 2-6: PAIEMENT INTERBANCAIRE A TRAVERS LA MONNAIE BANQUE CENTRALE**

<i>Banque 1</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(7)	<i>Créance sur C1</i>	100M1	<i>Dépôt auprès de BC</i>	100MC

<i>Banque Centrale (BC)</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(8)	<i>Créance sur B1</i>	100MC	<i>Dépôt de B2</i>	100MC

<i>Banque 2</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(7')	<i>Créance sur BC</i>	100MC	<i>Dépôt de E2</i>	100M2

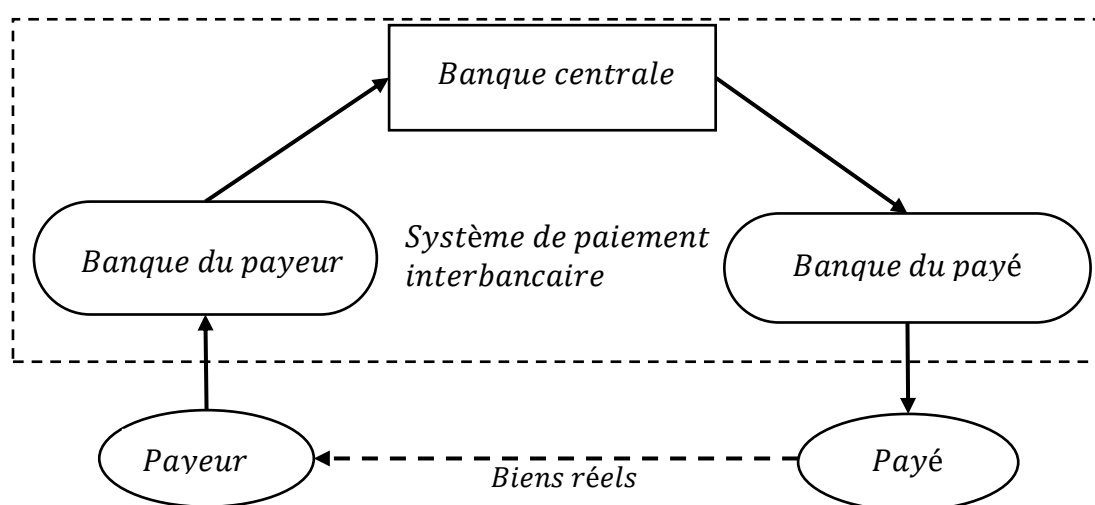
L'intermédiation monétaire est une opération essentielle dans la mise en œuvre d'un véritable système de paiements. En effet, en plus d'annoncer l'intermédiation financière, elle permet la compensation en termes réels entre les acteurs. De ce fait, elle n'est pas une option dans les paiements mais une nécessité absolue.

Des écritures du TABLEAU 2-6, il se déduit que si la banque centrale devient créancière envers B1<sup>22</sup> à travers la création de la monnaie centrale (MC), c'est parce que MC remplace M1. Dans le cas contraire, BC ne peut devenir en aucun moment créiteur de B1. La dette de B1 vis-à-vis de B2 libellée en M1 (dans le bilan de B1) devient désormais libellée en MC. Vice versa, si BC devient endettée vis-à-vis B2, c'est parce que la banque centrale monétise les

<sup>22</sup> Conformément aux entrées (3) et (5).

créances de B2 en émettant l'équivalent en monnaie centrale (dette de BC)<sup>23</sup>. La créance de B2 qui était libellée en M2 est maintenant libellée MC. Conséquemment, MC remplace M2. La monnaie banque centrale apparaît ainsi comme le dénominateur commun des monnaies secondaires. Elle est donc la forme qui homogénéise les différentes monnaies secondaires (M1 et M2).

**FIGURE 2-4 : UTILISATION DE LA MONNAIE VEHICULAIRE DANS LES PAIEMENTS BANCAIRES**



Source : adaptée à partir de la représentation de (Committee on Payment and Settlement Systems, 2003a, p. 10; Rossi, 2004, p. 9).

Il résulte également de l'intermédiation monétaire que la banque centrale centralise les engagements et les créances en son sein et fait disparaître ceux reliant directement les banques secondaires entre elles. La banque centrale paraît ainsi comme une chambre de compensation<sup>24</sup> qui rassemble sous une forme commune l'ensemble des créances et des dettes du système. En effet, selon Cencini (1995, 2015), la banque centrale, par son émission monétaire attribue une caractéristique commune aux monnaies secondaires faisant ainsi d'elles un ensemble unique et partant un système monétaire compensé. En conséquence, comme soutenu par (Rossi, 2004, 2007a), la monnaie centrale se présente comme un catalyseur, car son émission ne laisse pas

<sup>23</sup> Conformément aux entrées (1) et (5).

<sup>24</sup> La fonction chambre de compensation permet de compenser les positions des financières des différentes banques commerciales. Le solde résultant de cette compensation est réglé par l'émission de monnaie par la BC pour permettre de véhiculer les titres financiers.

subsister de dette entre les acteurs concernés par l'échange. L'objet de cette création monétaire est bien les dépôts bancaires<sup>25</sup>. A l'issue de la création monétaire, aucune dette nette n'existe dans l'ensemble du système. En effet, la dette de BC envers B2 est parfaitement compensée par sa créance envers B1.

Dans le tableau, la dette de B1 envers BC prend sa source de l'achat de C1 d'une partie de la production de E2. De ce fait, l'objet de la dette de B1 est une production de E2. La créance de B2 vis-à-vis de BC est générée par le besoin de celle-ci d'acquérir une partie de la production de E1. L'objet de ces créances est donc une production de E1. A travers son émission monétaire, la BC donne une forme unique aux différents objets des créances et des dettes du système. Ainsi, il apparaît que l'objet de la création monétaire porte sur des biens réels de l'économie domestique (qui devient en ensemble unifié et homogène par l'émission de la monnaie banque centrale) non sur la monnaie banque centrale qui constitue l'outil qui permet d'homogénéiser les différents objets comme le montre la Figure 2-4. En effet, la Figure 2-4 traduit le processus de la création monétaire par la banque centrale. Il résulte effectivement qu'à la demande de la banque payeuse, la banque centrale crée de la monnaie nationale (monnaie centrale) qui sert à homogénéiser des objets initialement hétérogènes. En conséquence, les objets initialement différents avant l'intervention de la banque centrale vont se fondre pour donner un seul et unique objet. À cette étape, la monnaie est purement un numéraire.

#### **2.2.2.2. Inter médiation financière**

L'une des caractéristiques centrales des paiements contemporains est la capacité de libérer le payeur et le payé de toute obligation comme notée dans l'analyse théorique. Ce caractère libératoire des paiements vient du fait que chaque paiement véhicule un contenu. Or, si la banque centrale se charge de l'émission de la monnaie lors des paiements, le contenu n'est pas fourni par l'intermédiaire bancaires. Ce sont les agents économiques qui fournissent ce contenu. Aussi, à ce niveau, le paiement n'est pas final dans la mesure où, comme expliqué par Cencini (1995, p. 40, notre traduction), la monnaie banque centrale ne porte pas d'intérêt<sup>26</sup> de ce fait, « *l'inter médiation monétaire se termine par le retour nécessaire de la monnaie centrale à son point d'émission* ». Le besoin de financement de ces paiements demeure donc une

---

<sup>25</sup> En rappel, les dépôts bancaires constituent le contenu réel des revenus créés par les banques commerciales.

<sup>26</sup> La monnaie en soi ne fait pas l'objet d'intérêt dans les paiements domestiques dans la mesure où son émission est sans coût ni pour la banque ni pour les payeurs et les payés.

contrainte que les différents acteurs doivent satisfaire. Si la monnaie est fournie gratuitement par la banque centrale, c'est aux banques secondaires de financer le contenu réel des paiements. Cette contrainte oblige ainsi l'institution de règlement à mettre en place une nouvelle intermédiation qui est la conséquence de la première intermédiation d'où la seconde demi-émission. L'intermédiation financière permet de rendre le processus de paiement complet et équitable. Selon le Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) (2003b, pp. 9–10, notre traduction) « *le paiement peut être financé soit par des fonds se trouvant déjà sur le compte de la banque payeuse, soit par un crédit fourni par l'établissement de règlement* ».

Lorsque le paiement est financé par les dépôts, cela signifie que B1 détient des titres sous forme de dépôt au niveau de la Banque centrale. De ce fait, elle finance ses paiements en vendant ou cédant ces titres (implicitement ou explicitement) à B2. Une fois crédité, « *la banque destinataire peut laisser les fonds qu'elle reçoit sur un compte auprès de l'organisme de règlement ou elle peut décider de les verser* »<sup>27</sup> (ibid., p. 10). Ainsi, lorsque B2 décide de garder sa monnaie sous forme de dépôt, elle achète à son tour de façon explicite les titres de dépôts de B1 à travers le reflux de la somme de monnaie. Tout se passe comme si elle utilisait le crédit obtenu de BC lors de la première émission pour acheter les dépôts cédés par B1. La monnaie initialement émise sur B1 pour payer B2 est temporairement détruite dans l'achat des dépôts bancaires qui représentent dans les statistiques bancaires et monétaires les plus grandes parties de la base monétaire (Committee on Payment and Settlement Systems, 2005a, p. 8). Lorsque B2 demande à se faire payer à l'instant même, elle est également acheteuse implicite de titres dans la mesure où le reflux de la monnaie lui confère des biens réels qui ne sont rien d'autre que le prolongement des dépôts bancaires cédés par B1<sup>28</sup>. En conséquence, « *à la fin de l'opération, la monnaie centrale est détruite, et elle est recrée chaque fois que la Banque centrale est appelée à effectuer une nouvelle intermédiation* » (Cencini, 1995, p. 33, notre traduction). Le rôle de la banque centrale dans ce processus de financement est de transférer les dépôts des payeurs aux payés ce qui entraîne un reflux instantané de la monnaie dès son

---

<sup>27</sup> Dans les faits l'analyse n'est pas aboutie lorsque l'on s'arrête au simple crédit de B2 dans la mesure où « *[l]e cycle complet des revenus est donc composé de deux circuits instantanés, l'un de création/destruction temporaire et l'autre de recréation/destruction définitive, séparés par une période positive de relations entre les stocks, réels et financiers. Une fois achevé, l'ensemble du processus constitue un cycle de production/consommation* ». (Bradley, 2017, p. 53, notre traduction).

<sup>28</sup> Cette pratique découle d'une des lois fondamentales de la macroéconomie énoncée par Schmitt qui stipule que dans les échanges économiques, aucun acteur ne peut acheter sans vendre et inversement.



émission. La banque centrale joue donc le rôle d'intermédiaire financier dans cette seconde émission.

La banque commerciale peut également financer ses paiements, selon la CPSS, à travers les crédits interbancaires. Cette méthode de financement est très répandue dans les règlements interbancaires du fait principalement du mécanisme d'enregistrement adopté pour faciliter ces paiements. En effet, le système RBTR (qui est le plus utilisé dans les différents systèmes bancaires dans le monde), est un mécanisme dans lequel « *chaque paiement est traité individuellement, en temps réel et imputé de façon irrévocable sur un compte banque centrale* » (Committee on Payment and Settlement Systems, 2003c, 2005b ; Fry et al., 2005 ; Lachand, 1997 ; Vanhautère, 2003, p. 199). Le RBTR (RTGS) se caractérise par son besoin important de titres financiers donc de crédit interbancaire. Après compensation des différentes positions<sup>29</sup>, la banque débitrice finance son paiement en vendant des titres de créance aux autres banques du système ou auprès de la banque centrale. Ce prêt, appelé crédit intra journalier ou découvert (crédit) d'un jour, se définit comme « *un crédit accordé pour une période inférieure à un jour ouvrable ; dans un système de virement avec règlement final en fin de journée, le crédit de jour est tacitement accordé par un établissement destinataire s'il accepte un ordre de paiement et y donne suite, même s'il ne recevra pas les fonds définitifs avant la fin du jour ouvrable* » (Committee on Payment and Settlement Systems, 2005b, p. 69, traduite). Nous pouvons examiner cette intermédiation financière de la banque centrale à travers notre exemple stylisé.

Lorsque B1 (ensemble des banques en position débitrice) est en position débitrice à la fin de la journée, elle demande du crédit sur le marché interbancaire. De ce fait, elle va vendre des titres de créance sur le marché de crédit interbancaire à B2 (ensemble des banques en position créditrice). Étant donné que BC s'interpose à chaque transaction entre les banques, B1 obtient des dépôts en monnaie centrale contre la vente de titre comme le montre l'entrée (9') du Tableau 2-7. De son côté, BC va débiter le compte de B2 pour créditer celui de B1 (entrée (10)). B2 mobilise le crédit précédemment accordé (entrée (8)) dans l'intermédiation monétaire pour acheter les titres vendus par B1 conformément à l'entrée (9'). La Figure 2-5 montre effectivement que les banques en position créditrices utilisent les dépôts issus de la première intermédiation pour payer les titres des banques en position débitrice.

---

<sup>29</sup> Il s'agit ici de la compensation issue de l'émission monétaire de la banque centrale. La compensation financière est donc postérieure à la compensation financière et ce, que les enregistrements soient faits sur la base brute ou nette (Fry et al., 2005).

**TABLEAU 2-7: PAIEMENT INTERBANCAIRE PAR INTERMEDIATION FINANCIERE**

<i>Banque 1</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(7)	<i>Créances sur C1</i>	100M1	<i>Dépôt auprès BC</i>	100MC
(9)	<b><i>Créances sur BC</i></b>	<b>100MC</b>	<b><i>Vente de titre à B2</i></b>	<b>100M1</b>

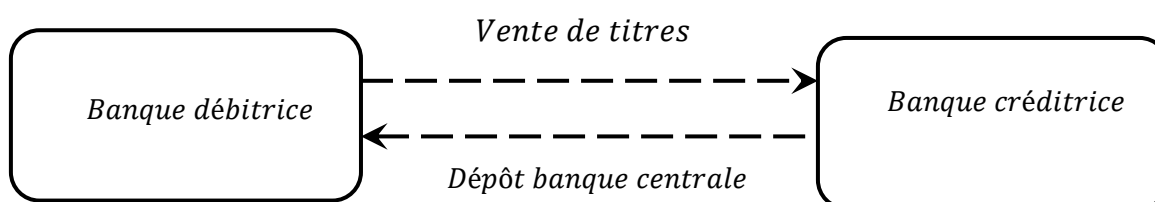
  

<i>Banque Centrale (BC)</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(8)	<i>Créances sur B1</i>	100MC	<i>Dépôt de B2</i>	100MC
(10)	<b><i>Créances sur B2</i></b>	<b>100MC</b>	<b><i>Dépôt de B1</i></b>	<b>100MC</b>

<i>Banque 2</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(7')	<i>Créance sur BC</i>	100MC	<i>Dépôt E2</i>	100M2
(9')	<b><i>Titre de B1</i></b>	<b>100M2</b>	<b><i>Dépôt à la BC</i></b>	<b>100MC</b>

**FIGURE 2-5: INTERMEDIATION FINANCIERE SUR LE MARCHE DE CREDIT INTERBANCAIRE**



*Source : adapté à partir de Rossi (2005, p. 146)*

À l'issue de l'intermédiation monétaire, le compte de la banque centrale BC est parfaitement compensé (l'entrée (8) est neutralisée par l'entrée (10)). La monnaie centrale disparaît également pour laisser place aux actifs réels libellés en monnaie nationale comme traduite par les entrées (11) et (11'). Ainsi, la monnaie créée au départ du processus de paiement est totalement détruite à la fin du processus après avoir véhiculé les biens réels qui

ont fait l'objet de son émission. Les échanges dans les économies modernes sont donc absolus par nature.

Lorsque la B1 n'obtient pas de crédit sur le marché de crédit, la contrainte de financement continue de demeurer. Le financement dans cette situation implique pour la banque centrale de venir au secours de B1 afin de rendre les paiements finaux. Ce rôle dévolu à la banque centrale est connu sous le nom de prêteur de dernier ressort. En effet, étant donné que B1 ne trouve pas directement d'acheteur à son titre, la banque centrale prend les titres de celle-ci à son propre compte (entrées (12) du Tableau 2-9). En échange des titres pris en portefeuille, BC crédite le compte de B1 (entrées (10)). Le compte de B1 étant débiteur lors l'intermédiation monétaire, ce crédit vient rééquilibre son compte.

**TABLEAU 2-8: BILAN DES BANQUES SECONDAIRES A L'ISSUE DE L'INTERMEDIATION MONETAIRE**

<i>Banque 1</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(11)	<i>Créance sur C1</i>	100M1	<b><i>Vente de titre à B2</i></b>	100M1

<i>Banque 2</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(11')	<b><i>Achat de titre de B1</i></b>	100M2	<i>Dépôt E2</i>	100M2

Ce rôle de prêteur en dernier ressort ne consiste pas en réalité en une création de monnaie tabula rasa pour financer les paiements, mais d'une vente temporaire avec accord de reprise. En effet comme étayé par Rossi (2007a, p. 77, notre traduction), « *le crédit accordé (en dernier ressort) par la banque centrale n'est pas du tout créé par la banque centrale, mais résulte en fait de ses services d'intermédiation financière par lesquels elle avance simplement le résultat d'un paiement entrant que la banque illiquide actuelle (disons B1) obtiendra (le jour ouvrable suivant ou très peu de temps après) de toute autre banque participant au système de paiement national* ». On peut ainsi conclure que, quel que soit le procédé de financement, il résulte que « *l'intermédiation financière est ainsi greffée sur l'intermédiation monétaire, ce qui permet de réaliser l'ensemble du processus de compensation sans aucune variation de l'équilibre interne entre la monnaie et la production* » (Cencini, 1995, p. 40-41, notre

traduction). C'est à juste raison que dans la classification de crédit par « *le crédit de dernier recours (CDR) accordé dans le cadre de la compensation interbancaire représenterait le CDR ordinaire, tandis que les crédits liés à la sauvegarde de l'équilibre monétaire et financier interne relèveraient de la catégorie des CDR extraordinaires* »<sup>30</sup> (Cencini, 1995, p. 39).

**TABEAU 2-9: BILANS LORSQUE LA BANQUE CENTRALE AGIT COMME PRETEUR DE DERNIER RESSORT**

<i>Banque 1</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(7)	<b>Créances sur C1</b>	100M1	<i>Dépôt auprès de la BC</i>	100MC
(9)	<i>Créance sur BC</i>	100MC	<b>Vente de titre à BC</b>	100M1

<i>Banque Centrale (BC)</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(8)	<i>Créances sur B1</i>	100MC	<i>Dépôt de B2</i>	100MC
(12)	<i>Titres de B1</i>	100MC	<i>Dépôt de B1</i>	100MC
(13)	<i>Créances sur B2</i>	100MC	<i>Vente de titre à B2</i>	100MC

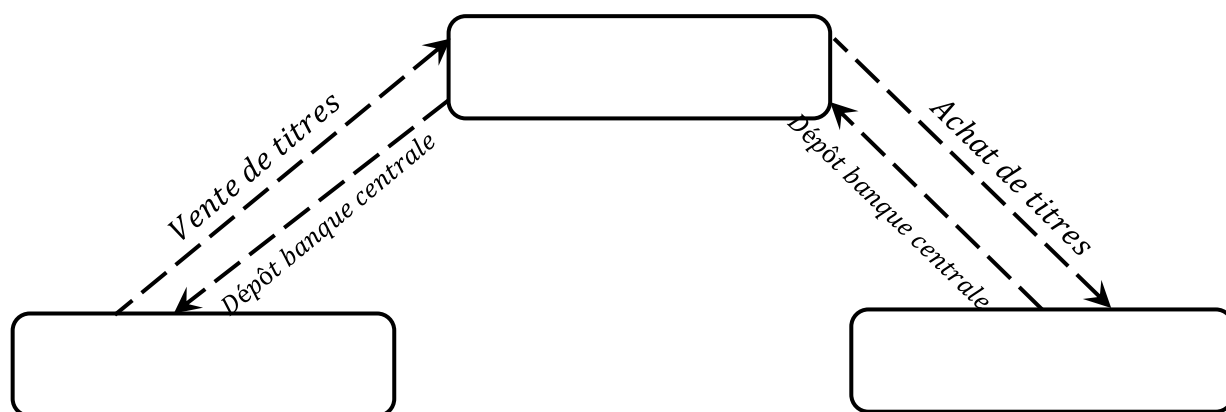
<i>Banque 2</i>				
<i>Actif</i>			<i>Passif</i>	
(7')	<i>Dépôt à la BC</i>	100MC	<b>Dépôt E2</b>	100M2
(9')	<b>Achat de titre de BC</b>	100M2	<i>Dépôt à la BC</i>	100MC

En résumé, les paiements interbancaires sont conformes au principe de débit et de crédit à la fois de chacune des banques participant à l'échange. Cela se traduit par le reflux instantané de la monnaie dès qu'elle est créée. La Figure 2-7 traduit le circuit complet des paiements interbancaires. L'émission de la monnaie suivant sens contraire de l'aiguille d'une montre traduit le circuit de la création monétaire qui va servir à véhiculer les biens réels. Une fois de plus l'objet de cette création est de transférer les propriétés de biens réels du payeur vers le payé. Selon Rossi, cette émission a lieu sur le marché interbancaire. Étant donné que la création de la monnaie a pour objet de faciliter la transmission de paiements entre deux parties dont les

<sup>30</sup> Traduite à partir de la traduction anglaise de l'italien par Cencini (1995, p. 39).

moyens de paiements sont différents, une fois celle-ci créée, la partie débitrice est contrainte de financer ces paiements. Ce besoin de financement engendre le second circuit (caractérisé par le sens des aiguilles d'une montre sur la Figure 2-7). Il est financé grâce à la vente de titres par les banques débitrices. Étant donné que la finalité des paiements est d'obtenir des biens réels, la banque créancière ne voudrait pas détenir une somme de monnaie, mais des actifs réels. De ce fait, elle achète explicitement les titres vendus par la banque débitrice ou implicitement en maintenant sa monnaie sous forme de dépôts qui traduit le fait que ces dépôts financent la vente de titre. Le second circuit consiste donc en une intermédiation financière de la banque centrale sur le marché de crédit.

**FIGURE 2-6: FINANCEMENT DES OPERATIONS DE PAIEMENTS INTERBANCAIRE PAR LE RECOURS A UN PRETEUR DE DERNIER RESSORT**

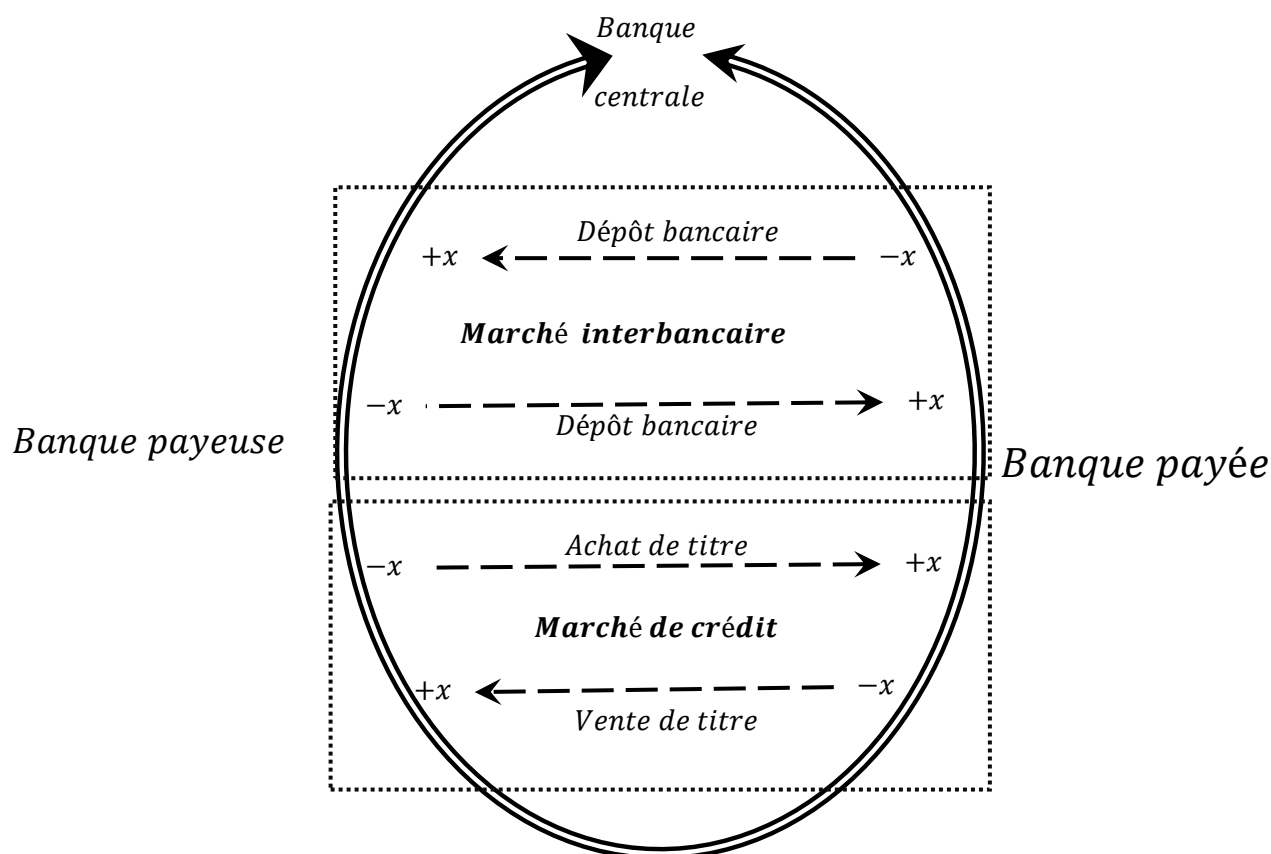


Source : Adapté à partir de Rossi (2005, p. 146)

L'analyse de ces paiements montre que la compensation est le résultat de la création monétaire. La création de la monnaie fait porter à la banque centrale les dettes et les créances de l'ensemble du système. Dans cette situation après l'émission monétaire, la compensation financière n'est que la conséquence logique du processus initial. L'un des défauts principaux des systèmes de compensation qui prévaut actuellement au niveau international souligne le manque de cette intermédiation monétaire qui conditionne par la suite l'intermédiation financière. En effet, aussi longtemps que les différents soldes financiers s'annulent ou que les participants ne demandent pas le paiement du solde, aussi longtemps le système ne semble pas défaillant. Les défaillances apparaissent lorsqu'en présence de déséquilibres financiers les débiteurs se voient contraints d'effectuer le paiement. La recherche du moyen de paiement

devient ainsi problématique bien que le débiteur dispose des actifs réels exigés. L'existence d'un « trou noir »<sup>31</sup> dans la finance internationale ou encore des soldes TARGET<sup>32</sup> du système européen des paiements traduit l'absence de l'intermédiation monétaire pour accompagner l'intermédiation financière. En absence de monnaie, la compensation n'est pas aboutie et dans cette situation, les paiements de la dette sont être problématiques.

**FIGURE 2-7: CIRCUIT COMPLET DES PAIEMENTS INTERBANCAIRES**



Source : adapté de Cencini (1995, p. 35) et Rossi (2007, p. 74)

### 2.2.2.3. Les caractéristiques

Dans les règlements interbancaires, nous pouvons constater la gratuité du moyen de paiement et son caractère libératoire. En effet, la monnaie émise comme purement un numéraire dans la première émission, véhicule les actifs réels entre le payeur et le payé et

<sup>31</sup> Il vient de la non-nullité de la somme de l'ensemble des positions débitrices et créditrices du système.

<sup>32</sup> La balance TARGET d'un pays représente sa dette ou sa créance issue de ses paiements avec ses partenaires de la zone euro après les compensations financières et que celui-ci doit financer en termes réels.

s'éteint instantanément. Comme le fait apparaître la Figure 2-7 si le payeur est débiteur en monnaie banque centrale sur le marché interbancaire, la vente de titres compense exactement sa position dans la mesure où elle fait créditer celui-ci en monnaie banque centrale. Son solde vis-à-vis de la banque centrale est donc nul d'où l'entrée **(10)** du TABLEAU 2-7. Le payeur est ainsi débité et crédité de façon instantanée. Vice versa, la banque qui était créditrice en monnaie banque centrale au début du processus se voit ainsi débitrice à l'achat d'actifs réels auprès de la banque débitrice. Le bilan du payé est donc conforme au principe du débit-crédit instantané. À la fin des paiements, sa créance initiale en monnaie banque centrale est neutralisée par un débit généré par l'achat des titres. Ce qui lui reste à la fin du processus de paiement ce sont les actifs réels et non une créance en monnaie centrale. La monnaie centrale est créée sans coût au début du processus pour transférer le pouvoir d'achat entre payeur et payé. Ce coût nul se matérialise par la disparition dans la comptabilité de la banque centrale du compte des payeurs et des payés donc de la monnaie centrale. Si la banque débitrice paie sans s'endetter et qu'après paiement la banque créditrice obtient les actifs réels (ce pour quoi elle entreprend les échanges), nous pouvons conclure que des règlements interbancaires présentent un caractère libératoire. Cette propriété découle du débit-crédit instantané du payé et du payeur à la fois. Les paiements entrepris par les clients des différentes banques commerciales n'endettent pas celles-ci.

Il apparaît également que dans ces paiements, la question de la stabilité du taux d'interchangeabilité<sup>33</sup> entre les différentes monnaies des banques secondaires ne se pose pas, car elle est considérée comme une caractéristique innée au système. Cette stabilité trouve son explication dans la nature de la relation qui s'établit entre les monnaies secondaires. En effet, comme exprimé par Cencini (1995, p. 33, notre traduction), « *en établissant une relation d'échange absolu entre [les monnaies secondaires] et la monnaie centrale, la Banque les rend parfaitement homogènes, transformant leurs banques émettrices en organes d'un système monétaire commun : le système monétaire national* ». Cette caractéristique absolue des échanges fait qu'aucune monnaie ne survit à l'échange (Schmitt, 1977a, 1988). Comme il se lit dans les différents bilans, lorsque la monnaie centrale est émise, toutes les dettes et créances, autrefois libellées en monnaies banques secondaires, deviennent libellées en monnaie centrale. En conséquence, la monnaie centrale remplace les monnaies secondaires. Elle établit de ce fait une relation absolue de change. Ainsi, sans être un taux de change fixe ou flexible, la nature

---

<sup>33</sup> Le taux d'interchangeabilité est équivalent au taux de change. Contrairement au taux de change qui est de nature relative, le taux d'interchangeabilité est de nature absolue. D'où l'expression interchangeabilité mise en avant par Schmitt.

absolue des échanges sur le marché interbancaire rend le système de conversions des monnaies secondaires stable malgré les déséquilibres qui peuvent exister.

Par analogie, il découle que l'instabilité de change qui caractérise les échanges internationaux n'est pas sans conséquence dans la structure de la dette des pays. Il est donc essentiel de mener une analyse détaillée de la formation de la dette pour exhiber les dysfonctionnements provoqués par la structure atypique des paiements extérieurs. En d'autres termes, les paiements extérieurs présentent-ils les caractéristiques d'un « vrai » paiement ?

### **2.2.3. Les paiements extérieurs**

Dans les paiements domestiques, la transmission des paiements entre entreprises et travailleurs s'effectue grâce à la monnaie émise par la banque secondaire, celle entre banques commerciales est rendue possible par le biais de l'émission de la monnaie banque centrale. Il faut aussi noter que les règlements interbancaires naissent des échanges impliquant des clients de différentes banques commerciales d'un même système monétaire. Les règlements interbancaires se situent donc dans un environnement où des circuits monétaires distincts coexistent. Les caractéristiques des paiements sont scrupuleusement respectées malgré la cohabitation de monnaies distinctes des banques secondaires. Cependant, lorsque les échanges concernent des clients de différentes zones monétaires, comment les paiements prennent place ? Dans cette sous-section, nous traitons du principe des paiements entre des zones monétaires différentes et terminons par une observation des caractéristiques de ces règlements.

#### **2.2.3.1. Le principe**

Créé à la fin de la Seconde Guerre mondiale pour s'occuper des questions de paiement entre pays, le FMI statue que « *chaque membre achètera les soldes de sa monnaie détenus par un autre membre si ce dernier, en demandant l'achat, déclare i) que les soldes à acheter ont été acquis récemment à la suite de transactions courantes ; ou ii) que leur conversion est nécessaire pour effectuer des paiements au titre de transactions courantes. Le membre acheteur a la possibilité de payer soit dans la monnaie du membre qui fait la demande, soit en or* » (Horsefield, 1969, p. 196, notre traduction). Cette solution pose ainsi le problème de conversion d'une monnaie par rapport à une autre ou en or. En effet, lorsque les agents économiques veulent dépenser leur monnaie à l'étranger, celle-ci doit être convertible sinon



certaines économies se trouveraient exclues des échanges internationaux. Les analyses classiques sur les échanges internationaux placent la question de convertibilité au centre de la problématique des paiements extérieurs.

Pour éviter toute altération des échanges internationaux du fait du problème de paiement, les auteurs classiques s'intéressent aux conditions de convertibilité d'une monnaie par rapport à une autre. Ainsi, pour McKinnon (1979, p. 6, traduite) « *une monnaie est convertible si : les ressortissants nationaux souhaitant acheter des biens et des services étrangers, sans restriction particulière, peuvent librement vendre des devises nationales sur un marché unifié à un taux de change unique mais éventuellement variable couvrant toutes les transactions courantes, y compris les crédits commerciaux normaux ; tandis que les étrangers (non-résidents) ayant des soldes en monnaie nationale résultant de transactions courantes peuvent les vendre au même taux de change ou acheter librement des biens nationaux aux prix en vigueur dans la monnaie nationale* ». Pour appliquer cette conception théorique, le FMI propose dans ses objectifs « *[d'] aider à établir un système multilatéral de règlement des transactions courantes entre les États membres et à éliminer les restrictions de change qui entravent le développement du commerce mondial* » (Fonds Monétaire International (FMI), 2011, p. 2). Il en résulte donc que le problème de paiements d'une zone monétaire à une autre se résume à la libre convertibilité des monnaies. En d'autres termes, suivant l'opinion commune, pour effectuer les paiements entre pays, le payeur achète dans un premier temps la monnaie du pays partenaire et procède ensuite au paiement du partenaire étranger (Black, 1985; Chrystal, 1984; McKinnon, 1979, 1988; McKinnon & Pill, 1999; Swoboda, 1968). Sur le marché de change, il s'agit ainsi d'échanger relativement une monnaie par rapport à une autre. En d'autres termes, la monnaie qui n'est que flux par nature se transforme ainsi en marchandise et peut être demandée comme toute marchandise dans l'économie.

Toutefois, il faut noter que la question sur la nature de la relation de change entre les monnaies n'a jamais été évoquée ni dans les analyses théoriques des paiements internationaux ni dans la pratique des institutions de Bretton Woods depuis l'échec du plan Keynes à convaincre les décideurs. En lieu et place de prendre en compte cette question essentielle dans le processus de paiements, les auteurs vont concentrer leurs observations sur la recherche de la stabilité relative des changes. Tout en constituant un problème indiscutable dans la présente

architecture monétaire internationale, l'instabilité de change n'est que la conséquence de la dénaturation des changes actuels<sup>34</sup> ou du manque du questionnement sur la nature des changes.

À partir de cette conception sur les paiements extérieurs, les auteurs vont définir les différents outils de paiement international. Trois types d'instruments de paiement sont distingués, ce sont l'or, les devises et les droits de tirage spéciaux (Scammell, 1974). Black de son côté avance que ces outils présentent les mêmes caractéristiques qu'une monnaie à part entière c'est-à-dire qu'ils sont unités de compte et moyens de paiement. Suivant son analyse effectivement, *« les fonctions de "moyens de paiement" impliquant une intervention sur le marché des changes ont été entièrement reprises par les monnaies de réserve. (...) La fonction "unité de compte" implique à la fois la dénomination des contrats, publics et privés, et la collecte et la présentation des données »* (S. W. Black, 1985, p. 1162, notre traduction).

Dans la description des paiements internationaux, pour acquérir l'outil de paiement, les payeurs doivent supporter un coût donné. En effet, Scammell (1974, p. 250, traduite) présente trois possibilités d'acquisition des moyens de paiements internationaux en expliquant que « les monnaies internationales ne sont pas seulement de grandes monnaies d'échange, mais elles jouent également un rôle central dans l'octroi de prêts internationaux, la compensation des soldes résiduels de la balance des paiements des pays et la détention de réserves en monnaie nationale ». Ces alternatives présentent chacune un coût. Sur le marché de change, le coût se caractérise par la dévaluation de change ou le coût de l'intervention des autorités<sup>35</sup>. Lorsque l'instrument de règlements internationaux est acquis par le biais des prêts, le payeur constate l'augmentation de sa dette qu'il devra payer dans une période future avec des intérêts à l'appui. Lorsque les réserves sont utilisées, l'acquisition des moyens de paiement coûte la réduction des créances. Plutôt que de mettre en causes ces coûts à l'acquisition des instruments de paiements internationaux, les auteurs vont s'interroger sur la possibilité de les minimiser (Chrystal, 1984 ; Swoboda, 1968)<sup>36</sup>. Cette dernière problématique trouve tout son sens dans la mesure où ce

---

<sup>34</sup> Les échanges absolus sont de nature absolue. Tout échange contraire est dénaturé. Étant donné que les taux de change sont relatifs, alors ils sont dénaturés. Le point de départ de l'analyse de (Schmitt, 1973, 1975a, 1975b, 1977a, 1977b, 1988) sur les questions de paiement international porte principalement sur la détermination de la nature des taux de change.

<sup>35</sup> Pour McKinnon, l'intervention sur le marché de change est un coût pour les autorités et il serait de ce fait imputable à la politique économique et non aux paiements extérieurs. La libre fluctuation de change est selon de nombreux auteurs orthodoxes l'objet de rééquilibrage des positions. Toutefois, peut-on parler de paiement dans toute sa rigueur lorsqu'il laisse subsister des déséquilibres à la fin du processus ?

<sup>36</sup> L'une des principales justifications de la mise en place de la monnaie unique en Europe s'est fondée sur la problématique mise en avant dans ces analyses aux fondements microéconomiques. En effet, l'argument central en faveur de la mise en place de l'euro soutient que la mise en place de la monnaie unique permet de neutraliser les coûts d'acquisition du véhicule monétaire comme le traitent Chrysler et Swoboda. Ces analyses ne

mode d'accès aux véhicules monétaires se démarque de celui des moyens de paiement domestiques. Cette approche analytique conçoit les coûts des moyens de paiement comme une donnée que l'analyse économique devrait se contenter de minimiser.

### **2.2.3.2. Caractéristiques**

Une analyse comparative de ce processus de paiement par rapport à celui des économies domestiques<sup>37</sup> montre certaines irrégularités. D'abord, il apparaît que si dans les paiements domestiques la monnaie véhiculaire naît en fonction des échanges, les règlements internationaux manquent cruellement d'une vraie monnaie véhiculaire. Contrairement à la thèse classique qui suppose que les monnaies des autres pays constituent une monnaie véhiculaire, cette thèse atteint ses limites lorsqu'on observe les paiements effectués au niveau local. En effet, dans les règlements domestiques, chaque niveau de paiement<sup>38</sup> donne lieu à la création de monnaie qui se détruit instantanément après avoir effectué les paiements. Comme présenté dans le circuit instantané entre banques et les agents économiques, la monnaie véhicule les biens réels entre entreprise et travailleurs. Dans les paiements interbancaires, la monnaie banque centrale, indépendante des monnaies banque commerciale<sup>39</sup>, véhicule des actifs financiers qui ont des contenus réels entre les banques secondaires. Toutefois, dans les règlements entre pays ou différentes zones monétaires, aucune monnaie, indépendante des monnaies nationales, n'existe dans l'espace international pour véhiculer le contenu réel des paiements effectués par les pays.

Aussi, la thèse de Black (1985); Chrystal (1984); Scammell (1974) et Swoboda (1968) suivant laquelle les monnaies nationales jouent le rôle véhiculaire se trouve contredite par l'un des principes de la monnaie suivant lequel aucune monnaie ne peut quitter sa zone d'émission

---

s'interrogent pas toutefois sur la régularité des paiements vis-à-vis des principes fondamentaux des paiements de ces coûts liés à l'acquisition du véhicule monétaire.

<sup>37</sup> Le processus des paiements au niveau national constitue la forme la plus rigoureuse des paiements de ce fait il constitue un repère stable. La plupart des travaux sur les paiements extérieurs essaient de reproduire au niveau international l'image des paiements domestiques. La divergence des résultats auxquels ils aboutissent est due essentiellement à la conception que l'on fait de la monnaie depuis le départ. Ainsi, les échanges relatifs sur le marché de change ne sont que la continuité au niveau international d'une imagination de la monnaie comme marchandise au détriment d'une intellection de la monnaie en tant que flux.

<sup>38</sup> Schmitt distingue trois niveaux de paiement en fonction du niveau d'endettement. Deux de ces trois niveaux sont relatifs à l'économie domestique. Le premier degré de paiement a lieu lorsque les paiements impliquent deux agents économiques. Le deuxième niveau de paiement est relatif aux règlements interbancaires. Le dernier niveau de paiement concerne quant à lui les paiements internationaux

<sup>39</sup> Elle est indépendante des monnaies banque commerciale c'est pourquoi elle joue le rôle de tierce partie entre les banques commerciales permettant ainsi l'interchangeabilité des monnaies des banques émises par les banques commerciales.

(Cencini et Schmitt, 1991). À la vue de cette loi fondamentale des émissions monétaires, comment une monnaie émise dans une économie donnée (par exemple le dollar) peut véhiculer depuis son pays d'émission (les États-Unis) les dépôts bancaires formés dans le système monétaire d'un autre pays ? L'idée qui sous-tend cette thèse de monnaie véhiculaire est que les échanges sont relatifs et que la monnaie est un intermédiaire d'échange, et de ce fait échangée contre la production (mouvement inverse avec le sens de la production) (R. A. Jones, 1976, pp. 760–761). Or comme expliqué par Cencini (1995, pp. 17–18, notre traduction), « *la monnaie et les marchandises ne circulent pas en sens inverse, car il ne s'agit pas de deux objets distincts échangés l'un pour l'autre* ». Il s'avère que sans l'existence d'une monnaie qui fait le pont entre les différents pays, il est impossible aux devises de remplir pleinement leur rôle de véhicule monétaire.

La deuxième anomalie des paiements extérieurs est la conséquence de la première. En absence effectivement d'une institution pour émettre le véhicule monétaire entre pays, la transmission des paiements passe inévitablement par l'achat du moyen de paiement. Ainsi, contrairement au système monétaire national où la monnaie véhiculaire est gratuitement fournie dans le processus de paiement, à l'échelle internationale les moyens de paiement coûtent au pays payeur. Malgré la tentative de l'analyse orthodoxe de dissoudre ces coûts dans le libre marché, il se manifeste sous d'autres formes que nous exposons dans la deuxième partie du travail. En conséquence la monnaie devient une finalité dans les paiements, car, bien que sans valeur, elle est demandée pour elle-même devenant alors une source de formation de bulles spéculatives (Rossi, 2004, pp. 15–18). Cette situation est contraire à la philosophie des paiements en économie moderne où la monnaie joue purement son rôle de véhicule sans pour autant constituer l'objet des échanges. Ainsi, comme l'exprime Rossi (2004, p. 15, notre traduction), « *la question du caractère définitif des paiements s'applique donc également aux opérations transfrontalières, et le fait de ne pas les régler correctement peut avoir des conséquences dramatiques pour les pays concernés* ». Il est donc central de déterminer ces conséquences sur les pays et surtout sur leur dette lorsque ceux-ci doivent payer le reste du monde.

La modification du taux de change dans les paiements internationaux constitue également une de leurs particularités vis-à-vis des échanges nationaux. Comme noté par Schmitt (1975b, 1977a, 1984c, 1984a), l'une des originalités qu'apporte la monnaie bancaire dans les paiements modernes est l'interchangeabilité entre les différentes monnaies émises par les différentes banques secondaires d'un pays donné par le biais de la monnaie banque centrale.

Conçue sur la base d'un échange absolu, la monnaie banque centrale permet de transformer la monnaie d'une banque en celle d'une autre où le taux de change est à l'unité<sup>40</sup>. L'originalité de ce système de change absolu tient du fait de l'existence de monnaie émise par une partie tierce (la banque centrale) qui n'est pas concernée par l'échange (Schmitt, 1977a).

Toutefois, dans le système de change qui prévaut dans les paiements extérieurs, la monnaie des deux parties concernées par l'échange n'est pas mise en relation avec celle d'une tierce partie qui ne soit pas acteur de l'échange (c'est-à-dire ni payeur ni payé). Dans la présente structure monétaire internationale, les monnaies sont directement mises en relation entre elles sans une quelconque intermédiation. De ce fait, les monnaies flux sont dénaturé et forgé en des marchandises qui s'échangent l'une contre l'autre et le taux de change variant dans le respect de la loi de l'offre et de la demande sur le marché de change<sup>41</sup>. Comme défini par le Committee on Payment and Settlement Systems (2003b, p. 510, nous traduisons) de la banque des règlements internationaux, les paiements sur le marché de change encore appelé « paiement contre paiement » *« garantit qu'un transfert définitif d'une devise a lieu si et seulement si un transfert définitif de l'autre ou des autres devises a lieu »*.

Aussi, dans le système monétaire domestique, la création de la monnaie banque centrale s'adapte aux besoins de paiement ce qui permet de maintenir stable le taux de change quel que soit le niveau de paiement qu'une banque adresse à son partenaire. Cependant, dans l'architecture monétaire internationale, la dénaturation de la monnaie flux en monnaie marchandise ne s'adapte pas au besoin des paiements puisque le marché de change n'émet aucune monnaie. Dans cette situation où la monnaie ne s'ajuste pas aux besoins de paiement, l'ajustement se fera par le taux de change. Cette structure de change nourrit des spéculations ce qui va amplifier encore les fluctuations du taux de change. Il apparaît donc logique que ces fluctuations de change aient un effet dans la formation de la dette des pays qu'il est essentiel de déterminer.

En somme, les paiements internationaux se distinguent de certains aspects des paiements dans les économies modernes principalement à cause de l'absence d'une monnaie supranationale pour relier les systèmes bancaires des différents pays. Dans cette situation, il est difficile qu'un seul et unique paiement d'un déficit donné puisse être libérateur pour les pays

---

<sup>40</sup> Le fait que le taux de change entre monnaies nationales soit unitaire et stable quel que soit la position des acteurs fait que ce système de change absolu entre les monnaies de différentes banques secondaires d'un même pays passe inaperçu.

<sup>41</sup> Il faut noter que les « demandes » qui naissent sur le marché de change, une fois qu'elles atteignent le système monétaire national, « l'offre de monnaie nationale » s'adapte instantanément à cette demande.

importateurs nets. Cette situation qui peut avoir des effets pervers sur la formation de la dette des pays mérite d'être analysée.

## Conclusion

Ce chapitre a considéré l'analyse des paiements bancaires dans la structure de la dette. Il ressort qu'au cœur des paiements se trouve la monnaie qui joue un rôle central. Considérer comme le véhicule des biens réels, l'absence de la monnaie dans le règlement des échanges peut conduire à une malformation de la dette entre les participants à l'échange. L'analyse du rôle de la monnaie dans la littérature présente des divergences conceptuelles. Suivant l'approche classique, la monnaie est conçue en tant que marchandise et les échanges seraient fondés sur des prix relatifs d'un bien par rapport à un autre. Toutefois, l'indétermination des prix relatifs soutenue par Schmitt montre l'impossibilité de mise en œuvre des échanges relatifs dans les économies modernes. En concevant la monnaie comme un flux, l'analyse de Keynes vient se constituer comme une alternative à l'analyse dominante. Toutefois, des contradictions internes apparaissent dans son analyse lorsqu'il conçoit les paiements en termes de circulation. Cette considération affaiblit la portée de la révolution de Keynes qui sera considérée par Robertson comme un cas particulier de la théorie classique. Dans sa perception instantanée des paiements, Schmitt vient parfaire et lever les limites de la conception originale de Keynes des paiements. De cette conception, certaines caractéristiques des paiements se dégagent. Le caractère libérateur des paiements, la gratuité des moyens de paiements<sup>42</sup> et la stabilité de change entre les monnaies secondaires constituent les principaux traits qui déterminent la conception théorique des paiements.

Une analyse des pratiques bancaires montre que si ces caractéristiques se vérifient dans les paiements domestiques, les règlements extérieurs sont quant à eux exceptionnels. Ces derniers se caractérisent par une absence d'un vrai moyen de paiement malgré les arguments qui attribuent à certaines monnaies domestiques le rôle de monnaie internationale. En effet, malgré les différents systèmes de compensation mis en œuvre par les pays pour permettre d'effectuer des paiements extérieurs plus aboutis, il ressort que l'absence d'un système de compensation monétaire rend ces instruments inopérants. Comme expliqué par le Committee

---

<sup>42</sup> Il faut noter que bien que le moyen de paiement soit gratuit, les paiements ne le sont pas. En d'autres termes, les paiements coûtent aux agents économiques.

on Payment and Settlement Systems (1993, p. 3, notre traduction), « *il est important de reconnaître que la disponibilité de ces services ne serait pas suffisante pour permettre le règlement simultané des obligations dans toutes les monnaies. Par conséquent, ces services en monnaie nationale ne pourraient pas, en soi, éliminer les risques de crédit et de liquidité qui existent en l'absence de capacités de livraison contre paiement multi-devises* ».

Nous avons montré dans ce chapitre que lorsque les paiements s'effectuent dans le respect des principes définis par la théorie, les dettes formées sont régulières. En effet, suivant le principe défini théoriquement, aucun participant à l'échange ne saurait s'endetter du fait de ces paiements grâce à la compensation monétaire qui conditionne celle financière. Toutefois, au niveau international, cet environnement dans lequel la dette se forme est altéré dans la mesure où nous ne pouvons pas vérifier ces principes théoriques dans la pratique des paiements internationaux. Une analyse approfondie des paiements est donc essentielle pour capter l'impact de cette défaillance sur la dette internationale. Avant d'aborder cette question, il semble avantageux d'examiner dans la littérature le rôle des paiements dans l'avènement des crises de dette souveraine.

## **Chapitre 3 : De l'endettement des résidents au surendettement des pays : une approche conjoncturelle de la dette souveraine**

### **Introduction**

Dans les chapitres précédents, notre observation historique a souligné que tous les systèmes de paiements internationaux expérimentés depuis le bimétallisme ont connu de graves crises d'endettement. L'analyse du système de paiement à différents niveaux de paiement a également montré que la structure des paiements influence la formation de la dette des différents acteurs impliqués dans les échanges. Depuis l'éclatement des accords de Bretton Woods, la question s'est retrouvée au centre de plusieurs analyses. L'objet de ces analyses est de déterminer les causes du surendettement des pays afin de préconiser les mesures efficaces pour résorber le problème. Ces observations montrent intuitivement que la structure des systèmes de paiements internationaux influence le niveau d'endettement des pays.

Toutefois, dans l'analyse économique, la source de l'endettement extérieur est expliquée par deux gaps macroéconomiques : le gap interne et le gap externe (Carvounis, 1986). Le gap interne ou gap d'épargne caractérise l'écart entre l'investissement et l'épargne de l'économie domestique. Ce gap est déficitaire lorsque l'investissement national dépasse l'épargne nationale. Dans cette situation, l'économie a recours à l'épargne étrangère pour financer cet écart. Vice versa, lorsqu'une économie épargne plus qu'elle n'investit, l'écart interne sera excédentaire et pourrait servir à financer l'économie étrangère.

Le gap externe ou gap de change traduit l'écart qui s'observe dans les opérations du pays avec le reste du monde. En d'autres termes, c'est la différence entre les paiements en devises qu'effectue un pays avec le reste du monde. Dans ces conditions, le pays paie plus qu'il ne reçoit de devises, il est dit déficitaire. Conséquemment, celui-ci est contraint de mobiliser la différence dans ses créances précédentes ou de s'endetter.



L'approche par les écarts internes et externes privilégie ainsi l'analyse des déterminants de la dette extérieure. De ce fait, l'accumulation de ces différents écarts par les pays se traduirait par une accumulation de la dette qui précipiterait leur surendettement. Les déterminants identifiés dans la littérature économique comme source de creusement des écarts déficitaires peuvent se regrouper en trois facteurs : les facteurs politico-économiques, les facteurs comportementaux et les facteurs extérieurs.

En ignorant le système monétaire international, une question centrale se pose à savoir quel est l'effet de cette approche dans la détermination de l'origine de la dette souveraine ? Ce chapitre propose d'examiner les principaux facteurs mis en avant dans la littérature comme sources de la dette souveraine. L'examen est fondé sur la distinction entre l'endettement des résidents et la dette extérieure du pays en tant qu'ensemble.

Le chapitre montre que les déterminants que l'approche conjoncturelle permet d'identifier comme source d'augmentation de la dette n'expliquent que les engagements entre résidents. L'origine des engagements des pays en tant qu'ensemble de leurs résidents restent à déterminer malgré le nombre croissant d'études consacrées à la question.

Le chapitre est composé de trois sections. Dans la première section, nous discutons des facteurs politico-économiques comme source de surendettement des pays. La deuxième section est consacrée à l'examen critique des facteurs comportementaux comme source de l'augmentation rapide de la dette extérieure des pays. Dans la dernière section, nous analysons les facteurs exogènes mis en avant dans la littérature pour expliquer le surendettement des pays et partant la crise de dette souveraine.

### **3.1. Les facteurs politico-économiques**

Les analyses classiques appréhendent l'endettement comme une consommation excédent potentiellement la production. L'augmentation exponentielle de la dette des pays s'expliquerait en partie par les mesures de politique économique providentielles. Dans la littérature, ces mesures stimuleraient la demande globale sans qu'elle soit neutralisée par un investissement domestique conséquent. Ces mesures de politiques économiques visent à trouver et/ou à consolider non seulement l'équilibre économique interne mais aussi celui extérieur à travers la stabilité de change. Cette section présente un examen critique de ces

différentes mesures de politique économiques mises en avant comme des facteurs de surendettement des pays. Elle se compose de deux sous-sections. Chacune des sous-sections analyse respectivement le rôle de la politique budgétaire et de la politique monétaire (politiques du taux d'intérêt et de change) dans l'augmentation rapide de la dette des pays.

### **3.1.1. La politique budgétaire et la dette souveraine**

La recherche de la stabilité économique au niveau national constitue l'un des objectifs de la politique économique. De ce fait, plusieurs instruments sont mobilisés pour atteindre cet objectif. Ces instruments sont essentiellement ceux des politiques budgétaire et monétaire. Dans la littérature, dans une approche d'absorption, les auteurs déduisent de l'analyse de la politique budgétaire que le surendettement des pays s'expliquerait par le fait que ces derniers auraient vécu au-delà de leurs moyens. Deux éléments essentiels sont mis en avant pour soutenir cet argument.

#### **3.1.1.1. Choix de politique économique**

Selon les analyses, la politique budgétaire serait un facteur fondamental dans la genèse des problèmes de paiements extérieurs. Cet argument est essentiellement fondé sur la théorie de la dette publique qui explique que les emprunts devront être exclusivement destinés à la dépense d'investissement tandis que les recettes pourront financer des dépenses de consommation (Ostry, Ghosh et Espinoza, 2015a). Dans ce sens, plusieurs éléments sont mis en avant dans la littérature pour expliquer comment la politique budgétaire peut contribuer à la détérioration de la position extérieure des pays.

Au nombre de ces facteurs se trouve l'allocation des ressources. Une mauvaise allocation des ressources qui serait à l'origine de l'accumulation excessive de la dette. En effet, selon Blanchard (1983) ; Dornbusch et Fischer (1986) et Sachs (1989), les prêts accordés aux pays ont en grande partie été alloués au financement de la consommation au détriment des projets d'investissement. Pour Morales et Sachs (1989) par exemple, la crise d'endettement souverain de la Bolivie tiendrait essentiellement à la rentabilité des projets qu'elle aurait choisi de financer. Ils soutiennent que si au départ les projets que finançait la Bolivie étaient rentables, ceux-ci ont perdu au cours du temps leur rentabilité sans pour autant que le gouvernement ne se réoriente vers d'autres secteurs. Dans cette situation, les recettes engendrées par ces projets

deviennent limitées pour amortir les emprunts contractés pour leurs financements. Quant à Collins et Park (1989) c'est l'intervention soutenue de l'État dans l'activité économique qui serait la source du surendettement de la Corée du Sud. Suivant leur analyse effectivement, cette intervention aurait favorisé la consommation ce qui ne permettrait pas de dégager les ressources nécessaires pour le service de la dette.

A l'opposé, d'autres analyses se situant dans le même cadre conceptuel mais qui divergent dans le choix des facteurs explicatifs. En effet, selon ces approches, que les dépenses publiques financent des investissements productifs ou qu'elles financent la consommation, elles constituent une source de stimulation de la demande effective qui permet de stimuler la production (Bougrine et Seccareccia, 2002 ; Commendatore, Panico et Pinto, 2010). Cette thèse apparaît dans l'analyse de Zestos (2016) sur les problèmes d'endettement dans la zone euro. Dans son analyse, il montre que la dette des pays de la zone euro n'est devenue réellement insupportable que lorsque les institutions de la Troïka (le Fonds Monétaire International, la Banque Centrale Européenne et l'Union Européenne) ont imposé des mesures d'austérité aux débiteurs comme condition pour accéder au financement du marché financier. La mise en œuvre de ces politiques aurait en effet comprimé la production domestique par le biais de la réduction de la demande effective. Ainsi, même en l'absence de tout nouvel endettement, le stock de la dette déjà existant devient insupportable du fait de l'affaiblissement de la production. Cette situation détériore la capacité des pays à servir leurs dettes. Pour Mastromatteo et Rossi (2015) la détérioration de la position de la Grèce par rapport à ses créanciers tire sa source également dans les restrictions budgétaires mises en œuvre par la Grèce. De ce fait, bien que le choix d'orientation des politiques budgétaire peut être une source d'endettement pour les pays, il ne saurait constituer la cause du surendettement. Cette situation s'explique par le fait que l'effet multiplicateur des investissements aurait tendance à augmenter la production nationale pour tout endettement supplémentaire. En conséquence, le ratio dette/PNB<sup>43</sup> ne peut se détériorer. Aussi longtemps que les pays arrivent à stimuler leur production domestique, l'hypothèse d'un surendettement deviendrait donc improbable.

---

<sup>43</sup> Le PNB est le Produit National Brut qui est différent du Produit Intérieur Brut. Que ce soit l'un ou l'autre, le ratio ne devrait pas se détériorer. Ce ratio est le principal indicateur qui mesure la capacité d'un pays à servir sa dette. Lorsqu'il dépasse par exemple 100% cela signifie que le pays est surendetté. C'est-à-dire que même si le pays mobilise toute sa production domestique elle ne peut honorer ses engagements (amortissement et intérêts).

### **3.1.1.2. L'arythmie de la politique budgétaire**

Les études sur les causes des crises d'endettement soutiennent également que les politiques budgétaires ne prennent pas suffisamment en compte la nature de la conjoncture économique qui permettrait d'éviter d'éventuels problèmes de paiement (surendettement). Selon ces analyses la principale cause du surendettement des pays viendrait des politiques budgétaires procycliques mises en place en conjoncture favorable. Cette situation s'explique par le fait qu'en période de conjoncture favorable, des politiques économiques procycliques auraient tendance à stimuler les importations et détériorer la balance commerciale ce qui provoquerait une croissance rapide de la dette. En d'autres termes, la procyclicité des politiques économiques ne permettrait pas aux pays d'économiser en conjoncture favorable afin de continuer à servir leurs engagements lorsque la conjoncture devient défavorable. Comme l'expliquait effectivement Fry (1993), lorsque la politique monétaire est utilisée pour financer la dette du gouvernement et la dette garantie par le gouvernement, au lieu de stabiliser l'économie, elle deviendrait déstabilisante ce qui pourrait provoquer un surendettement. Par exemple, selon Morales et Sachs (1989) l'absence de politiques contracycliques aurait, en grande partie, précipité la crise d'endettement des années 1980 en Bolivie. Dans cette situation, les périodes de reflux des capitaux auraient tendance à détériorer les finances publiques et partant, provoqueraient le surendettement des pays.

Pour Horváth et Šuster (2014), en plus de ces politiques procycliques, les crédits contractés par les Etats auraient financé essentiellement la consommation. Cette situation n'aurait pas permis au débiteur d'amortir les conséquences d'une conjoncture défavorable et lui permettre de continuer le service de sa dette et améliorer sa position extérieure.

Lane (2011, 2012, 2013a, 2013b, 2015) de son côté affirme également, que la procyclicité des politiques budgétaires mises en œuvre dans la zone euro a été le principal moteur de la crise dans l'Union. Effectivement selon les résultats de ces analyses, la politique budgétaire qui a accompagné la période d'influx massif de capitaux avant la crise n'aurait pas été assez rigoureuse pour lisser l'effet expansionniste dans le temps. En conséquence, en période de récession conjoncturelle, les engagements deviennent fortement pesants sur les pays.

À la suite de Lane, Ortiz (2012) souligne qu'une mauvaise synergie entre la politique économique et la nature de la conjoncture économique est source d'accumulation rapide de la

dette. Suivant cette approche, la mise en œuvre des politiques expansionnistes afin de neutraliser les effets d'une récession aurait tendance à surendetter les pays.

En résumé, les politiques procycliques en période d'expansion qui viennent s'ajouter à celles contracycliques en période de dépression induiraient les pays à vivre au-delà de leurs moyens et partant, entraîneraient leur endettement massif.

À l'inverse de ces argumentaires, d'autres analyses soutiennent que le problème de l'endettement des pays ne saurait être appréhendé dans l'usage des instruments à disposition des autorités pour réguler leur économie. Suivant ces thèses, les politiques économiques peuvent continuer de stimuler l'économie aussi longtemps que les pays sont en situation de sous-emploi sans pour autant être la source de leur surendettement. La procyclicité des politiques économiques en période d'expansion n'expliquerait pas le fait que les pays aient vécu au-delà de leurs moyens. En effet, selon Davidson (1988, p. 327, nous traduisons) « *le sophisme de cet argument de "vivre au-dessus de ses moyens" implique la croyance que les moyens d'une nation sont les revenus réels d'exportation qu'elle gagne. Les "moyens" d'une nation ne sont pas ses recettes d'exportation réelles ; il s'agit plutôt du revenu que la nation aurait gagné si elle fonctionnait avec le plein emploi de toutes ses ressources* ». En conséquence, « le problème n'est donc pas que les [pays déficitaires] n'avaient pas les moyens (ressources) de gagner plus de revenus, mais plutôt que les [pays déficitaires] n'ont pas eu la possibilité de gagner plus parce que des nations comme l'Allemagne et le Japon ont refusé de vivre à la hauteur de leurs moyens ! »<sup>44</sup> (ibid., p.328, nous traduisons). En d'autres termes, la faiblesse de la demande internationale qui s'adresse aux pays endettés est la source de leur déficit prolongé. Il se déduit également de cette analyse que, dans la mesure où la dette ne traduit pas un excès de dépense extérieure aux dépens des ressources du pays, rien ne devrait contraindre les pays à créer une synergie d'action entre la politique économique et la conjoncture, afin d'anticiper la disponibilité des ressources pour payer la dette.

En somme, il apparaît que si les analyses d'inspiration hétérodoxe révèlent les faiblesses de l'approche conventionnelle des problèmes d'endettement, elles ne déterminent pas véritablement l'origine du surendettement des pays. En effet, bien que mettant en exergue les déterminants de la dette, ni l'analyse orthodoxe, ni celle d'inspiration hétérodoxe n'expliquent pourquoi l'endettement des pays est supérieur à celui expliqué par le volume des échanges entre les économies. Par exemple, dans l'approche dominante, le manque de

---

<sup>44</sup> L'Allemagne et le Japon sont considérés dans cet exemple comme des pays excédentaires.

discipline budgétaire conduirait les pays à s'engager auprès des partenaires étrangers en général. L'accumulation de ce déficit serait donc la cause du surendettement. Toutefois, la différence entre l'endettement qui devrait être et celui observé reste un mystère dans cette analyse. Cette énigme demeure lorsque la question est aussi abordée dans le sens hétérodoxe. Par exemple, si Davidson soutient que l'accumulation de la dette prend sa source dans la faible demande des pays en surplus, il n'explique pas la différence entre le surplus des économies créancières et l'endettement des pays déficitaires. L'analyse du surendettement des pays nécessite donc une approche qui va au-delà des simples déterminants de la dette extérieure. L'analyse de la formation de la dette constitue de ce fait une alternative qui mérite d'être privilégiée.

### **3.1.2. Les politiques monétaires**

Dans une logique de promotion du libéralisme, les études maintiennent que la suraccumulation de la dette extérieure serait causée par les politiques de contrôle de change et d'intérêt. Suivant ces analyses, ces politiques entretiendraient le volume de la dette du fait de deux facteurs essentiels. D'une part, elles empêcheraient le rétablissement de l'équilibre extérieur et d'autre part, elles provoqueraient des fuites de capitaux hors du pays. Cette section est consacrée à la discussion de la politique monétaire comme source de surendettement. Dans le premier point nous discutons des politiques de change dans l'endettement des pays. Dans le second est discutée la politique monétaire comme source de fuite de capitaux et partant de surendettement des pays.

#### **3.1.2.1. Le contrôle de change et la dette extérieure**

Dans sa conception la plus répandue, le taux de change est un élément d'ajustement central qui permettrait d'établir automatiquement l'équilibre extérieur des pays. Ainsi, lorsqu'un pays est déficitaire, le change se déprécierait et induirait la baisse des prix des biens domestiques relativement à ceux du reste du monde. Cette baisse des prix entraînerait une augmentation des exportations contre une baisse des importations jusqu'au rétablissement de l'équilibre extérieur en fonction des différentes élasticités.

Les politiques de contrôle de change, dans ces conditions, altéreraient non seulement cet ajustement automatique, mais aussi constitueraient un coût énorme pour les pays (Obstfeld

et Rogoff, 1995). En effet, pour contrer les fluctuations de change, les pays jouent sur l'offre de leur monnaie nationale sur le marché de change. Pour éviter une dépréciation par exemple, les pays ont deux possibilités pour réduire l'offre de la monnaie domestique : soit en puisant dans leur réserve pour retirer (ou acheter) leur monnaie nationale soit en empruntant sur le marché financier afin de limiter le volume de la monnaie nationale sur le marché de change. L'une ou l'autre de ces possibilités perturberait les forces devant rétablir l'équilibre ce qui mettrait le pays dans une situation prolongée de déficit extérieur d'où l'augmentation excessive de la dette.

De nombreuses analyses soutiennent que les problèmes d'endettement que les pays ont expérimentés depuis l'éclatement de Bretton Woods s'expliqueraient en grande partie par ces politiques. Selon Simonsen (1984, p. 118, nous traduisons) par exemple, *« pour résumer, ce qui conduit à la croissance désordonnée de la dette extérieure n'est pas le manque de discipline monétaire et budgétaire, mais la gestion inappropriée des taux de change. On peut cependant affirmer que les politiques expansionnistes favorisent la tentative politique de surévaluer le taux de change réel et donc de transférer une partie de l'inflation qui en résulte au reste du monde. Cela semble être la raison principale pour laquelle les programmes d'ajustement soutenus par le FMI impliquent un contrôle rigoureux de la demande. (Une question intrigante est de savoir comment un programme du FMI traiterait le déficit budgétaire actuel des États-Unis). Surtout à la fin des années 1970, un certain nombre de pays en développement ont endommagé leur position extérieure en compte courant avec des surévaluations des taux de change. Dans certains cas où la libre mobilité des capitaux prévalait (comme en Argentine et au Mexique), les dettes extérieures ont augmenté beaucoup plus rapidement que ne le justifiaient les déficits des comptes courants en raison d'une forte fuite des capitaux »*. Edwards (1989, p. 165, notre traduction), de son côté soutient que *« l'adoption de politiques de change inadéquates constitue l'une des causes intérieures les plus importantes de la crise ; la plupart des pays qui ont finalement connu des difficultés de paiement ont laissé leurs taux de change réels devenir fortement surévalués »*.

Dans une logique d'absorption, Rodrik (1992, p. 95, nous traduisons) affirme que *« les pays qui ont traversé une crise de la dette sont ceux qui ont surévalué leur monnaie et laissé d'importants déficits budgétaires s'accumuler pendant de longues périodes »*. Pour Whitt Jr (1996), si le choc pétrolier a amélioré la position extérieure du Mexique qui était exportateur de capitaux, ses problèmes de paiements extérieurs seraient dus au coût des politiques de

contrôle des change qu'il a adoptées. Le FMI soutient dans son rapport sur les crises d'endettement qui a cours actuellement dans les pays émergents, que la rigidité des changes expliquerait en partie l'augmentation impressionnante de la dette dans la mesure où, en plus du coût de contrôle, elle aurait rendu ces derniers moins compétitifs et a par conséquent prolongé leur déficit extérieur (IMF, 2015).

À l'opposé, une analyse des effets de la fluctuation de change montre que celui-ci présente les mêmes coûts qu'un régime de change fixe. Dans le débat qui a effectivement opposé Keynes (1929c, 1929a, 1929b) à Ohlin (1929) et Rueff (1963, 1965), Keynes montre que la libre fluctuation de change ne constitue pas une alternative aux difficultés de service de la dette. En effet, lorsque le déficit d'un pays provoque la dépréciation de sa monnaie vis-à-vis des monnaies étrangères, la valeur de chaque unité de production domestique en termes de la monnaie locale se dévalue également dans la même proportion. Dans cette situation, il faudra à ce dernier plus d'unités de production nationale pour servir chaque unité d'endettement étranger. De ce fait, lorsqu'un pays déficitaire laisse son taux de change fluctuer librement, chaque unité de dette étrangère en termes de production nationale augmente proportionnellement à la dépréciation de change.

Toutefois, Keynes admet que la dépréciation pourrait être avantageuse par le biais d'une déflation des unités de salaire. La déflation étant synonyme de baisse de la production domestique, le ratio dette/PIB se détériore ce qui va créer une situation de surendettement. À la recherche des effets des mouvements de change sur la dette des Etats-Unis d'Amérique, Tille (2003) trouve que *« en 2001, la dette nette des États-Unis envers le reste du monde a fait un bond de 2, 3 milliards de dollars, soit un niveau deux fois plus élevé que celui enregistré en 1999. Une grande partie de cette augmentation reflète les nouveaux emprunts contractés par le pays pour financer son déficit croissant de la balance courante. Toutefois, un tiers de la variation peut être attribué à un simple effet comptable - l'impact d'une hausse du dollar sur la valeur des actifs américains détenus à l'étranger »*<sup>45</sup>. Dornbusch dans son analyse sur la dette en Amérique latine, explique que la liberté de change a été l'un des déterminants essentiels de la crise d'hyperinflation au Mexique. C'est pourquoi Bougrine et Seccareccia (2009) concluent que le change flottant soumet les pays à un lourd ajustement ce qui affaiblit leur croissance et par ricochet détériore la position extérieure.

---

<sup>45</sup> Si Tille impute implicitement à tort l'origine du problème à une défaillance comptable, nous verrons plus loin que le problème n'est pas méthodologique, mais plutôt dans la structure des paiements entre pays (Chapitre 6).



En somme, nous pouvons conclure que le change soit flexible ou fixe, il conduit indubitablement à la détérioration de la position extérieure des pays déficitaires. Toutefois, ces analyses ne relèvent que les conséquences du système de change sur la position des pays. Les causes qui engendrent ces effets sont restées presque énigmatiques dans la littérature. En effet, les analyses de Schmitt (1975a, 1975b, 1977a, 1977b, 1984a) et celles de Cencini (1995, 2000, 2015) montrent que les déséquilibres qui sont engendrés par les différents régimes de change prennent racine dans la dénaturation même du principe de change. Suivant leurs observations, les fluctuations ou les pressions à la modification du taux de conversion entre les monnaies sont dues aux relations relatives de change qui caractérisent le marché des changes actuel. Dans cette situation, la monnaie devient au même moment moyen de paiement et objet d'échange et les fluctuations qui s'en suivent sont les conséquences logiques de cette confusion au niveau de la nature propre de la monnaie. Il est ainsi nécessaire de rechercher l'alternative idéale qui libèrera les pays de ces coûts de change qui n'apportent aucune contrepartie réelle à ces derniers. L'analyse des relations monétaires dans les échanges internationaux c'est-à-dire des paiements extérieurs est donc essentielle pour déchiffrer les causes profondes de cette anomalie.

### **3.1.2.2. Les fuites de capitaux et le surendettement des pays**

La recherche des causes du surendettement des pays dans la littérature économique met aussi en avant les politiques économiques expansionnistes (notamment les politiques de contrôle de change et de taux d'intérêt faible, mais aussi de la politique budgétaire) qui seraient de nature à générer des fuites de capitaux. Suivant cette analyse, les capitaux se déplaceraient d'un pays à un autre dans le but de profiter de meilleures conditions de détentions et/ou de rémunération. Comme l'affirme Lane (2013, p. 3, notre traduction), « *un pays fortement déficitaire est confronté au risque de "sudden stop" par lequel les flux nets de capitaux s'inversent* ».

Des politiques budgétaires expansionnistes financées par l'augmentation des impôts serait en partie à l'origine de la fuite des capitaux. Cette fuite de capitaux présenterait deux effets essentiels sur les pays. Le premier effet est la détérioration du solde budgétaire. La fuite des capitaux réduirait effectivement la base imposable du pays. Conséquemment, les pays subissent une baisse de leurs recettes, une augmentation de leurs dettes et une détérioration de leurs capacités de service de la dette. Le recours aux crédits extérieurs ou aux réserves de

change est donc inéluctable d'où le surendettement. Dans la même perspective, Krueger (1987, p. 171, notre traduction) explique que, lorsque la politique économique expansionniste génère des fuites de capitaux, la dette des pays devient insupportable dans la mesure où « *l'incapacité des flux de capitaux à générer des flux de bénéfices suffisants serait caractérisée par une augmentation du service de la dette et du ratio dette/PNB* ». Dans leur étude sur les difficultés de paiements extérieurs en Amérique latine, Dornbusch, Johnson et Krueger (1988), avancent que le déficit public prolongé du Brésil et le choix politique hostile à l'ajustement en Argentine ont précipité le volume de leurs engagements à la hausse à la suite de sorties de capitaux. Par le biais de la fuite des capitaux, la politique budgétaire serait un déterminant essentiel de l'augmentation du niveau d'endettement. Dans son analyse sur la zone euro, Gros (2015) soutient que l'augmentation brusque de la dette dans la zone euro serait principalement due au financement des fuites de capitaux dans les pays de la périphérie.

Le second effet, est la détérioration de la position extérieure. Dans la mesure où les fuites de capitaux génèrent des paiements supplémentaires en devises<sup>46</sup>, la fuite des capitaux détériore la balance des paiements en augmentant le besoin de financement des pays. Suivant certains auteurs, les politiques expansionnistes alimentent les importations, détériorent de ce fait le compte courant et partant la position des pays vis-à-vis du reste du monde. Comme l'explique Sachs (1989), lorsqu'un gouvernement met en place une politique expansive en faveur de ses ménages, ces derniers ont tendance à convertir une partie de leurs revenus en devises pour échapper à l'effet inflationniste que cette création aurait tendance à créer.

Pour les auteurs, la fuite des capitaux prend principalement sa source dans les politiques monétaires expansionnistes. Comme soutenu par Dooley, Fernandez-Arias et Kletzer (1994), lorsque le taux d'intérêt est bas, les détenteurs de capitaux auraient tendance à faire sortir leurs capitaux à la recherche d'une meilleure rémunération. De ce fait, le pays de départ peut se retrouver endetté pour financer cette sortie de capitaux en devises. Pour Bacchetta, Perazzi et van Wincoop (2015) la politique monétaire serait source de problèmes d'endettement lorsqu'elle fait baisser les taux d'intérêt et qu'elle provoque l'inflation. En cherchant la cause des problèmes de paiements extérieurs d'Amérique latine, Dornbusch, Johnson et Krueger (1988) avancent que la surévaluation du taux de change en Argentine et au Mexique aurait conduit à des sorties massives de capitaux à la recherche de meilleurs rendements. Ils ajoutent

---

<sup>46</sup> Principalement pendant la conversion du capital de la monnaie nationale en devises.

que si au Chili l'équilibre budgétaire était apparent, le contrôle du change a conduit à une rapide croissance de la valeur des importations et partant de la suraccumulation de la dette.

Comme l'avons déjà répété plusieurs fois, le financement de ces sorties de capitaux expliquerait selon les analyses le surendettement des pays. Comme l'expliquent Collins et Park (1989, p. 175, Nous traduisons), « *[la] dette qui a financé les sorties de capitaux privés peut être extrêmement difficile à rembourser parce qu'elle n'augmente pas les ressources intérieures* ».

Une analyse du phénomène, conformément aux principes de l'analyse en termes de monnaie véhiculaire, montre que l'approche conjoncturelle de la fuite des capitaux est limitée pour expliquer le surendettement des pays. En effet, dans sa conception en tant que phénomène conjoncturel, la fuite des capitaux se présente comme si la monnaie pouvait quitter un territoire économique pour se déplacer vers un autre. Ainsi, comme l'admettrait l'orthodoxie actuelle, les politiques économiques mises en œuvre dans une économie inciteraient les acteurs à déplacer leurs actifs détenus en monnaie locale hors du pays. Si le concept est compris ainsi, la fuite des capitaux ne devrait pas être à l'origine du surendettement pour deux raisons essentielles selon que le capital est considéré en volume ou en valeur<sup>47</sup> (Hicks, 1974).

Lorsque le capital est considéré en volume, sa sortie hors de l'économie traduirait une exportation de biens réels dans un pays. Dans cette situation, le capital sortirait du circuit de l'économie en question et ce mouvement ne devrait pas donner lieu à un endettement de même montant que le déficit. Dans ces conditions, l'écart entre la dette observée et celle expliquée par les transactions internationales reste inexpliqué. L'approche conjoncturelle de la fuite de capitaux ne peut donc pas déterminer l'origine du surendettement des pays.

Lorsque la fuite du capital est analysée en termes de valeur, cela signifie que les acteurs cherchent à convertir la valeur de leur capital en capital exprimé en monnaie étrangère de même valeur. En d'autres termes, il s'agit de transformer les capitaux d'une monnaie nationale vers une monnaie étrangère. Dans cette situation également, comme l'exprime le principe de la balance des paiements les échanges de valeurs économiques sont égaux dans la mesure où le pays demandant la conversion de ses actifs de la monnaie nationale à la monnaie étrangère cède nécessairement un actif équivalent de même valeur. En conséquence, la conversion des

---

<sup>47</sup> Cette distinction est faite dans l'analyse de Hicks (1974) sur les controverses dans les études sur le capital.

capitaux en valeur ne peut expliquer que la dette entre résidents, tout en laissant la dette souveraine inexpliquée.

Aussi, l'effet de la fuite des capitaux sur le solde ne permet pas de justifier l'origine la dette extérieure non expliquée par les transactions extérieures. En effet, si la fuite des capitaux fait baisser les recettes et détériore le solde budgétaire, cela n'aboutit qu'à une dette publique. Comme montré dans le premier chapitre, cette dette est une obligation d'un résident. L'endettement du pays en tant qu'ensemble souverain n'est donc pas affecté par la fuite des capitaux.

En somme, l'approche conjoncturelle de la fuite des capitaux ne permet pas de déterminer l'origine de la dette souveraine. Lorsque nous prenons en compte le principe suivant lequel aucune monnaie ne peut quitter son territoire d'émission, il apparaît que le phénomène qualifié de fuite de capitaux d'une économie A par exemple à une économie B, « *signifie [qu'un] agent économique, en fait, convertit son capital libellé en monnaie A (MA) en un capital équivalent formé dans le pays B et donc étiqueté en monnaie B (MB). L'investissement de ce dernier capital dans le pays B ne réduit pas le capital formé et disponible pour l'investissement dans le pays A* »<sup>48</sup> (Rossi, 2007b, p. 314, notre traduction). La fuite de capitaux en soi n'altère donc ni le système de production d'une économie ni ses engagements vis-à-vis du reste du monde. Si les exportations de capitaux engendrent une dette souveraine, cela ne peut provenir que de la structure des paiements extérieurs et non des mouvements de biens réels entre pays<sup>49</sup>. Ainsi, les analyses soutenant que, dans la zone euro, c'est la sortie de capitaux qui aurait provoqué l'endettement excessif des pays (Lane, 2012, 2013b, 2015) sont donc à reconsidérer.

### 3.2. Les facteurs comportementaux

En empruntant des outils d'analyse microéconomique, le comportement des acteurs s'est retrouvé au centre de l'analyse conventionnelle de l'endettement des pays. Suivant ces approches, l'endettement des pays prendrait forme dans un cadre de jeux stratégique. De ce

---

<sup>48</sup> A et B représentent les économies où les capitaux sont échangés et, MA et MB sont les différentes monnaies qui ont respectivement cours légal dans ces économies.

<sup>49</sup> Nous analysons l'origine des fuites de capitaux dans le chapitre 6 en optant pour une approche structurelle des paiements internationaux.

fait, le surendettement des pays serait en grande partie expliqué par le comportement stratégique des créanciers et des débiteurs. Comme l'expliquent Dornbusch & Fischer (1986, p. 837, traduite), « *les politiques d'emprunt imprudentes dans les pays débiteurs et les prêts imprudents des banques commerciales ont eu la chance de se heurter à des conditions macroéconomiques mondiales extraordinairement défavorables qui ont mis en évidence la vulnérabilité des débiteurs et des créanciers* ».

Dans cette section, nous analysons les différents comportements mis en avant dans la littérature selon la position débitrice ou créditrice des acteurs et nous montrons les limites de ces analyses dans l'explication de l'augmentation effrénée de la dette.

### **3.2.1. Le comportement des débiteurs**

Dans les approches dominantes, les débiteurs cherchent à minimiser le paiement de la dette tout en continuant à contracter de nouveaux engagements. Dans ces conditions, les débiteurs auraient tendance à utiliser leur situation d'entité souveraine pour se procurer des « free lunch » sur le marché financier. Trois types de comportements peuvent être mis en exergue : l'arbitrage stratégique face à la conjoncture économique, la dissimulation d'une partie des engagements. Cette sous-section analyse chacun de ces comportements en tant que facteur explicatif de la dette souveraine.

#### **3.2.1.1. Les comportements stratégiques favorables à une accumulation de la dette**

Suivant les analyses, face à une conjoncture économique donnée, les pays peuvent mettre en place certains arbitrages qui auraient tendance à provoquer une augmentation rapide de leur dette. En lieu et place de réduire le volume de leur dette, les pays profiteraient de la conjoncture pour contracter de nouveaux engagements. Par exemple, dans une situation où les taux d'intérêt sont faibles, l'arbitrage qui permettrait au pays de réduire sa dette est d'emprunter pour honorer les engagements à intérêts élevés. Toutefois, en tant qu'entité souveraine, selon les analyses, les pays auraient tendance à faire défaut sur les engagements à taux d'intérêt élevés et profiter de meilleures conditions d'emprunt ce qui provoquerait l'augmentation de leur dette. Comme expliqué par Calvo (1988), en présence de multiples taux d'intérêt, les pays peuvent décider d'être délibérément en défaut de paiement sur leur engagement à intérêt élevé

et contracter de nouveaux engagements avec de faibles taux d'intérêt. Lors de la crise des années 80 en Amérique latine, Calvo (1988) affirme que le niveau relativement élevé d'intérêt sur la dette des partenaires officiels (Institutions de Bretton Woods, les gouvernements des pays créditeurs, les partenaires multilatéraux...) aurait encouragé les pays endettés à volontairement entrer en défaut de paiement, car le marché financier leur proposait du crédit où le niveau d'intérêt était faible.

Pour Carvounis (1986), plutôt que de contracter leur économie afin de diminuer le niveau de leur endettement - qui aurait déjà atteint le seuil supportable -, le niveau faible du taux d'intérêt sur le marché financier aurait créé l'euphorie au niveau des débiteurs et ceux-ci ont préféré se diriger vers le marché financier pour émettre de nouveaux engagements. Etant donné que cette dette vient s'ajouter à celle déjà existante, ce comportement précipiterait les pays dans le surendettement.

Le comportement hasardeux des débiteurs serait également la cause du surendettement et partant des crises. Dans leurs travaux, Reinhart et Rogoff (2011a) soutiennent que l'origine des problèmes d'endettement serait liée au manque de volonté des pays à servir leur dette et non à leurs capacités d'honorer leurs engagements. Dans cette situation, en l'absence de mesures de répression, les pays débiteurs se mettraient dans une logique d'accumulation des engagements et refuseraient de servir la dette. Selon la thèse de Reinhart et Rogoff (2011c, p. 54, notre traduction), *« la centralité de la volonté de payer plutôt que la capacité de payer est [...] évidente lorsque l'on se penche sur les prêts internationaux des XVI<sup>e</sup>, XVII<sup>e</sup> et XVIII<sup>e</sup> siècles (ce que nous appelons la première période de défaillance). À l'époque, les principaux emprunteurs étaient des pays comme la France et l'Espagne, qui commandaient de grandes armées. Les investisseurs étrangers pouvaient difficilement s'attendre à ce que la collecte se fasse par la force. Comme le rappelle Michael Tomz, pendant l'ère coloniale du XIX<sup>e</sup> siècle, les superpuissances sont intervenues périodiquement pour faire respecter les contrats de dette : "La Grande-Bretagne a régulièrement intimidé et même occupé des pays qui ne remboursaient pas leurs dettes extérieures (par exemple, elle a envahi l'Égypte en 1882 et Istanbul à la suite du défaut de paiement de la Turquie en 1876). De même, la "diplomatie de la canonnière" des États-Unis au Venezuela, qui a débuté au milieu des années 1890, était en partie motivée par des préoccupations liées au remboursement de la dette. Et l'occupation américaine d'Haïti à partir de 1915 a été justifiée par la nécessité de recouvrer la dette ».* Selon l'observation de ces auteurs, pendant les épisodes de crise, le niveau d'endettement était économiquement soutenable par les pays dans la mesure où, *« plus de la moitié des défauts de*

*paiement des pays à revenu intermédiaire se produisent à des niveaux de dette extérieure par rapport au PIB inférieurs à 60 %, alors que, dans des circonstances normales, des paiements d'intérêts réels de seulement quelques pour cent du revenu seraient nécessaires pour maintenir un niveau constant de dette par rapport au PIB, une capacité qui est généralement considérée comme un indicateur important de durabilité » (ibid).*

Tomz (2007) fait remarquer que malgré la crise d'envergure qu'a expérimenté l'Australie et qui a provoqué une forte baisse de sa production nationale, le pays a remarquablement honoré ses engagements. Dans ces conditions, la défaillance des pays sur leur engagements ne serait que la résultante de leur plus ou moins bonne volonté à payer la dette (Tomz, 2007, p. 15).

Pour Cuddington (1986), c'est le changement de comportement qui entrainerait l'augmentation disproportionnée de la dette. Suivant son analyse, les pays présenteraient des projets peu risqués et rentables aux créanciers ce qui incite ces derniers à satisfaire massivement la demande de crédit des débiteurs. Cependant, une fois leur demande satisfaite, ces derniers se mettent à investir dans des projets risqués, financent la consommation et sous-investissent le capital obtenu. Dans cette situation, il deviendrait difficile pour le pays de pouvoir dégager les ressources nécessaires pour honorer leur engagement une fois à maturité. Le défaut apparaîtrait dans ces conditions comme la principale option pour le débiteur.

La prise en compte de la volonté des pays réduit ainsi le problème d'endettement extérieur des pays à une simple question d'asymétrie d'information et/ou d'antisélection (Reinhart et Rogoff, 2011d ; Tomz, 2007 ; Eaton, Gersovitz et Stiglitz, 1986 ; De Grauwe et Fratianni, 1984 ; Stiglitz et Weiss, 1981a).

En examinant les arguments sur les comportements, il apparaît que l'endettement souverain tel que défini dans le premier chapitre reste inexpliqué. En effet, la stratégie d'arbitrage ou la volonté dont il est question dans l'approche conventionnelle ne concerne que l'Etat ou secteur public. Etant donné que le secteur public ou l'Etat est une unité de production, donc une composante des unités résidentes, leur endettement se distingue de celui d'un pays en tant qu'ensemble.

Le comportement d'une unité de production peut engendrer son surendettement mais ne peut expliquer par quel processus le pays en tant qu'ensemble souverain se trouve endetté à l'issue des transactions de leurs résidents. En effet, même lorsque les unités de production

résidentes paient leur dette, cela ne permet pas de réduire la dette extérieure du pays en tant qu'ensemble souverain. Comme nous pouvons le déduire dans l'explication d'Arruda (2000, p. 6, nous traduisons), la dette extérieure « *est un cercle vicieux : plus on paie, plus on doit* ». Dans ces conditions, même si toutes les unités de production adoptent un comportement destiné à honorer leurs engagements extérieurs, « *il restera [toujours] une dette extérieure, à moins que le pays ne décide de faire quelque chose pour endiguer cette hécatombe qui écrase et appauvrit [les résidents]* » (ibid., notre traduction).

Dans la même lancée, d'autres analyses soutiennent que le défaut sur les engagements est plus avantageux pour les résidents que le service de la dette. En effet, comme soutenu par Toussaint (2003, 2017) « *la suspension des paiements permet aux pays qui prirent cette décision de garder d'importantes ressources financières afin de mettre en pratique des politiques expansives* » (Toussaint, 2003). En revanche, il ajoute que, si ces pays « *n'avaient pas cessé le paiement de la dette extérieure, ils n'auraient pas pu mettre en œuvre avec la même ampleur les grands programmes de travaux publics, deuxième instrument fondamental de la réactivation économique* » (ibid.).

Une observation des crises d'endettement actuelles permet de vérifier cette thèse. Par exemple, dans le cas de la crise de la zone euro, malgré de nombreux efforts consentis par la Grèce pour réduire sa dette, le niveau d'endettement est resté élevé et la reprise économique n'est toujours pas déclenchée le tout couronné par un nombre plus élevé de pauvres et des créances douteuses dans le système bancaire (IMF, 2018a). C'est le cas également du Brésil qui en dépit des efforts consentis pour réduire ses engagements souverains se retrouvent toujours avec un niveau d'endettement critique et toujours vulnérable sur les marchés financiers (IMF, 2018b). Ces arguments montrent que le surendettement des pays en tant qu'ensembles ne peut s'expliquer par l'endettement des résidents déterminés par leur comportement mais par la structure de formation de la dette. L'analyse de ces comportements en soi dans cette situation ne permet donc pas de mettre à nu la question du surendettement puisqu'ils sont eux même le résultat d'une structure déformée. La structure dans laquelle l'endettement des pays prend forme est le système monétaire international.

### **3.2.1.2. La Dissimulation de la dette**

Le comportement de dissimulation de dette et/ou de surévaluation de créances des pays est également avancé par les analyses comme l'une des causes du surendettement des pays.



Suivant cette thèse, dans le but de paraître solvables et de satisfaire leur demande de crédit, les débiteurs cacheraient une partie de leur dette à leurs créanciers. Se fondant ainsi sur cette information erronée dont ils disposent, les créanciers sont incités à satisfaire la demande de crédit de ces derniers. Les prêts accordés par les créditeurs viennent ainsi s'ajouter aux prêts officiels et officieux existants pour provoquer le surendettement du pays. Par exemple dans leur analyse sur la crise d'endettement des Philippines, Dohner et Intal Jr (1989, p. 374, notre traduction) soutiennent que « *une grande partie des emprunts à court terme [philippines] était cachée par le double financement de transactions commerciales, ou par des emprunts sur le marché offshore par les dépôts en devises des banques nationales. La position nette des autorités monétaires a également été occultée par une surestimation délibérée des réserves de change du pays, qui s'élevaient à 1,1 milliard de dollars, soit la moitié du total déclaré. En fin de compte, les philippins ont attendu que leurs réserves de change soient presque épuisées avant de déclarer un moratoire, et le pays n'a pas pu tirer sur les lignes de crédit de soutien qu'il avait négociées et payées* ».

Pour Reinhart et Rogoff (2011b, 2011c), les pays cachent une grande partie de leurs engagements nationaux dans le but de séduire les créanciers ce qui leur permettra de voir leur demande de crédit satisfaite. Suivant leur analyse effectivement, en période de crise bancaire, les gouvernements auraient du mal à mobiliser les ressources nécessaires au financement de leur économie<sup>50</sup>. De ce fait, ils ont recours aux marchés financiers internationaux. À la recherche de la satisfaction de leur demande de crédit à faible taux d'intérêt, les autorités pourraient profiter de la conjoncture de crise pour masquer une partie de leur dette nationale. Affaiblissant sa contrainte d'accès au crédit par cette dissimulation, le marché pourrait ainsi prêter au-delà de la capacité du pays à honorer ses engagements.

Dans les épisodes récents de la crise d'endettement, les investigations menées par le FMI soutiennent également que de nombreux pays ont dissimulé leur niveau d'endettement (IMF, 2015b). Selon le magazine The Economist (2018), la plupart de ces dettes cachées sont essentiellement celles des banques commerciales. C'est le cas de nombreux pays d'Afrique au sud du Sahara comme le Congo (International Monetary Fund (IMF), 2017c, 2017a ; Jubilee Debt Campaign, 2017), le Ghana, le Mozambique et le Tchad (Mead, 2012 ; The Economist,

---

<sup>50</sup> Selon Reinhart et Rogoff (2011a, 2011b, 2016), les crises bancaires constituent un facteur essentiel des crises de dettes souveraines. Ils partent de la même hypothèse que Shambaugh (2012) suivant laquelle les crises bancaires précèdent les crises d'endettement. De ce fait, la crise d'endettement traduirait les répercussions de la crise bancaire sur les économies.

2018) où les pays auraient dissimulé une partie de leur dette afin d'accéder à de nouveaux crédits.

Les analyses ont incriminé de même cette dissimulation au niveau des pays de la zone euro comme l'un des facteurs de leur surendettement. Par exemple, dans l'analyse de Gibson, Hall et Tavlas (2012), il apparaît que la Grèce ne présentait pas de véritable signe de surendettement jusqu'à ce que le nouveau gouvernement révèle qu'une partie importante de la dette a été dissimulée par le précédent gouvernement dans le but de satisfaire sa demande de crédit sur le marché financier.

Bien que la dissimulation puisse faciliter l'accès au crédit, ce comportement ne permet pas d'expliquer l'origine de la dette souveraine. En effet, si entre acteurs il est possible de cacher une partie de la dette, en revanche entre pays, l'existence de la monnaie ne devrait pas permettre la dissimulation de capitaux. Cette situation s'explique par le fait que toute transaction est réelle et monétaire à la fois. Etant donné que les transactions économiques sont enregistrées suivant le principe de la comptabilité en partie double, aucun revenu né dans le système ne peut être disparaître que lorsque le pouvoir d'achat associé à celui-ci est exercé de façon finale. Ce revenu ne peut donc être dissimulé. Il apparaît que la dissimulation évoquée par les auteurs ne concerne pas le pays en tant qu'ensemble souverain.

Lorsque la dissimulation est effectuée entre résidents également, celle-ci n'expliquera que l'augmentation de la dette ordinaire, donc le surendettement des résidents. La dissimulation dans cette situation n'affecte pas l'endettement macroéconomique du pays. Plutôt que de s'intéresser aux comportements des débiteurs, une analyse du mécanisme de formation de la dette extérieure qui prend en considération l'espace monétaire semble être une alternative pour révéler l'origine de la dette souveraine qui pèse sur les pays.

### **3.2.2. Le comportement des créanciers**

Au niveau des créanciers, deux facteurs sont principalement mis en avant dans la littérature pour expliquer l'augmentation rapide des prêts. Ainsi, l'origine du surendettement des pays et en conséquence de la crise serait la mauvaise appréciation du risque associé au défaut des pays débiteurs et les anticipations que font les créanciers.

### 3.2.2.1. La sous-évaluation du risque

Le choix d'allocation de crédit est fortement déterminé par le risque de défaut du débiteur. Le risque de défaillance de contrepartie est principalement appréhendé par la probabilité de défaut. Ainsi, lorsque cette probabilité de défaut est élevée, les créanciers ont tendance à limiter leurs prêts et inversement lorsqu'elle est faible, la demande de crédit des débiteurs est aisément satisfaite. L'évaluation du risque permet ainsi au créancier de réguler son offre de crédit et partant d'empêcher le surendettement des débiteurs. Une mauvaise estimation du risque pourrait de ce fait provoquer le surendettement des débiteurs.

Toutefois, la détermination du risque d'une entité souveraine diffère de celle d'une entité privée. En effet, du fait de leur caractère souverain, les pays ne peuvent pas faire faillite comme les unités de production privées. Dans ces conditions, selon plusieurs observateurs, les créanciers associeraient un faible risque aux emprunts des pays. Cette sous-évaluation permet aux prêteurs de satisfaire les demandes de crédit des pays. En conséquence, les pays pourraient se retrouver facilement en situation de surendettement du fait des conditions d'accès au crédit allégées par la sous-évaluation du risque. Comme expliqué par Eichengreen et Portes (1989), Lindert et Morton (1989) et Sachs (1989), lors de la crise des années 1980, les marchés financiers auraient effectivement minimisé le risque de défaut des pays et auraient largement satisfait leur demande de crédit. En effet, fondé sur le caractère souverain des pays, les créanciers auraient exclu la faillite de leur partenaire. Lindert & Morton (1989) souligne également que cette sous-estimation de risque s'expliquerait aussi par la non prise en compte des défauts historiques des pays. Cette sous-évaluation aurait conduit les pays à accumuler des dettes et partant, provoqué leur surendettement.

Selon Guttentag et Herring (1985, 1986), l'augmentation rapide de la dette s'explique par la myopie des créanciers qui associent une faible probabilité de défaut aux prêts accordés aux différentes entités souveraines. Qualifié de "myopia disaster", la myopie des créanciers se définit comme « *un biais perceptuel (...) associé à deux heuristiques couramment utilisées pour traiter l'incertitude. Ce biais perceptuel conduira à une exposition excessive à l'insolvabilité si la tolérance de l'exposition aux chocs potentiels semble rentable. Compte tenu de la myopie face aux catastrophes, l'incitation à augmenter l'exposition à l'insolvabilité augmente avec les rendements escomptés (déduction faite des réserves pour pertes obligatoires sous-estimées)* » (Guttentag et Herring, 1986, p. 4-5, notre traduction). Pour Curry (1997), cette myopie se serait accentuée avec l'expansion du marché des eurodollars.

Suivant Eaton et Fernandez (1995), l'absence de pénalité serait à l'origine de la mauvaise estimation du risque de défaut par les créanciers. En effet, selon cette approche, en l'absence de contraintes persuasives, les pays seraient incités à contracter plus d'engagement aussi longtemps qu'ils le peuvent sans se préoccuper de leurs capacités à payer la dette. De ce fait, le volume de la dette peut s'envoler malgré les bonnes estimations de risques par les créanciers.

Si la perception du risque par le créancier peut expliquer en partie le surendettement des résidents, elle ne permet pas d'apercevoir l'origine de l'endettement du pays en tant que somme des résidents. En effet, s'il est vrai que l'État a un caractère souverain, lorsque celui-ci s'endette pour financer son activité de production, il ne diffère pas des unités de production résidentes. Dans ces conditions, son endettement ne diffère pas fondamentalement de celui des autres résidents. Bien que doté d'un caractère souverain, l'évaluation du risque du secteur public ne prend pas en compte celui du pays en tant qu'ensemble des résidents. L'origine de la dette souveraine reste donc indéterminée.

### **3.2.2.2. Les anticipations**

Les anticipations que les créanciers font des conjonctures économiques présentes et futures sont le second facteur, selon la littérature, qui peut influencer l'offre de crédit sur le marché financier. Quand les prêteurs anticipent par exemple une croissance économique soutenue dans le futur, ils augmentent leur offre de crédit, car estimant que les débiteurs ne seront pas à court de ressources pour servir leur dette. Selon Guttentag et Herring (1985), ces anticipations sont conditionnées par l'intervention de l'État. Lorsque les créanciers anticipent qu'une intervention de l'État permettrait de réduire le risque de défaut du privé, ils augmenteraient à ce moment leur offre de crédit afin de stimuler cette intervention. Suivant ce raisonnement, aussi longtemps que ces anticipations sont justes, les pays seront solvables.

Cependant, lorsque les anticipations sont faussées, les débiteurs rencontreront des difficultés pour mobiliser les ressources nécessaires afin d'honorer leurs engagements. Une mauvaise anticipation expliquerait ainsi le surendettement des pays et partant, les problèmes de service de dette. Lors des épisodes de crises expérimentés par certains pays, les analyses s'accordent en général sur les mauvaises anticipations comme source de la rapide augmentation de la dette. Cet argument est développé dans l'analyse de Cole et Kehoe (2000). Selon Cole and Kehoe, les anticipations sur de mauvais fondements tels que le niveau de la dette et sa

maturité seraient la cause centrale de l'expansion rapide de la dette souveraine. Selon leur analyse, lorsque les pays sont en « zone de crise »<sup>51</sup>, ils devraient anticiper une crise et réduire leur niveau d'endettement et payer leur dette à travers des politiques restrictives. Cette anticipation améliorerait leurs positions extérieures et partant instaurerait la confiance du marché ce qui permettrait de stimuler à nouveau l'investissement. Suivant cette analyse, lorsqu'un gouvernement fait de mauvaises anticipations en zone de crise, il continuera d'augmenter ses engagements envers les créiteurs étrangers jusqu'à atteindre son seuil de solvabilité dans la mesure où il espère que de nouveaux emprunts amélioreraient sa position. Le surendettement serait donc le fait d'une mauvaise anticipation par les pays de leur niveau de solvabilité.

Se situant dans la même perspective que Cole et Kehoe (2000), Calvo (1988) et Ayres, Navarro, Nicolini et Teles (2018) considèrent que les anticipations d'un meilleur futur peuvent entraîner une augmentation du taux d'intérêt par le biais d'une augmentation de la demande de crédit. Ce niveau élevé de taux d'intérêt se traduirait par un accroissement du service de la dette augmentant ainsi la probabilité de défaut des débiteurs. Selon Sachs (1989), c'est l'augmentation rapide du taux d'intérêt relativement au taux de croissance qui a provoqué les problèmes de paiements extérieurs. Lorsque le taux d'intérêt est plus élevé que le taux de croissance, le service des intérêts devient difficile dans la mesure où les pays ne peuvent servir le principal et les intérêts et retrouver leur niveau de vie d'antan.

L'analyse de Simonsen (1984, p. 120, notre traduction) explique que « *ni les erreurs des prêteurs ni celles des emprunteurs ne peuvent expliquer la crise mondiale de la dette qui a éclaté à la fin de 1982. La cause centrale a déjà été indiquée dans la discussion sur la dynamique de la dette : le changement de signe soudain et non anticipé de la différence entre le taux de croissance des exportations des pays en développement et les taux d'intérêt internationaux* ».

Pour Shambaugh (2012), que les anticipations soient optimistes ou pessimistes, elles entraîneraient inévitablement une augmentation de la dette, et ce quel que soit le statut du pays.

---

<sup>51</sup> La zone de crise est la période où le pays se retrouve à cheval entre deux situations d'équilibre. Des deux situation, l'une traduit un état où « *le gouvernement est en mesure de vendre une nouvelle dette à un prix positif et choisit de rembourser l'ancienne dette et une autre dans laquelle le gouvernement n'est pas en mesure de vendre une nouvelle dette à un prix positif et fait défaut sur la dette existante* » (Cole et Kehoe, 2000, p. 98, notre traduction). Dans cette situation, pendant que les créiteurs anticiperaient un niveau de défaut, les pays endettés de leur côté anticipent une meilleure position dans le futur.

En effet, les prêts seront fondés sur la position de la monnaie dans l'espace international et de la probabilité de défaut. De ce fait, d'une part, lorsque les créanciers sont en face d'un débiteur ayant une monnaie forte, ils augmentent leur crédit dans la mesure où ils anticipent que les monnaies de réserve apportent plus de rendement dans le temps comme c'est le cas de l'euro et que la probabilité de défaut est faible. D'autre part, lorsque les débiteurs ont une monnaie faible, malgré la grande probabilité de défaut qu'anticipent les créditeurs du fait du faible niveau de développement de ces pays, ils continuent d'augmenter leur offre de crédit, mais à un niveau de taux d'intérêt extrêmement élevé. L'augmentation du taux d'intérêt dans cette situation permettrait de compenser le risque associé au pays. Les anticipations seraient donc la source de l'expansion rapide de la dette.

En somme, ces analyses du comportement des créanciers montrent que comme les débiteurs, les prêteurs ne font qu'un choix rationnel en fonction de la conjoncture économique du moment. La notion de rationalité constitue l'un des principes fondamentaux sur lequel reposent la plupart des postulats de l'économie orthodoxe. Si l'on admet que le comportement des différents acteurs (créanciers et débiteurs), fondé sur ce principe, est source d'instabilité financière internationale, dans cette situation, les problèmes d'endettement extérieur ne peuvent provenir que de la structure de la finance internationale autrement il y a lieu de réinventer les fondements de l'orthodoxie économique.

Les facteurs comportementaux sont donc limités dans la recherche de la cause du surendettement. Comme l'explique Dooley (1999, p. 28, traduite), « *si les origines des récentes crises résident dans les réactions rationnelles des investisseurs privés aux incitations créées par les gouvernements, les origines des crises et les facteurs qui les rendent coûteuses seront beaucoup plus difficiles à éliminer du système monétaire international* ». En d'autres termes, si l'on reproche aux acteurs de faire des choix qui leur sont avantageux, il va de soi qu'aucune mesure ne peut rétablir l'ordre et les problèmes de paiements extérieurs se légitimeront dans l'architecture financière mondiale. Toutefois, si les comportements "rationnels" des acteurs de l'intermédiation financière internationale devaient conduire à l'endettement du pays et causer l'instabilité de tout un système, cela dénoterait l'existence d'une faille dans la structure de ce système plutôt que dans les comportements opportunistes des différents acteurs. Comme démontré par Cencini et Rossi (2015), les crises ne naissent pas des comportements spéculatifs des acteurs économiques, mais plutôt de l'absence d'un environnement sain où ces spéculations prennent place.

Aussi, comme exposé par les analyses, les comportements sont ceux des unités résidentes. Dans ces conditions, ceux-ci n'expliquent que le surendettement des résidents et laissent indéterminée l'origine des engagements extérieurs en tant qu'ensemble. Si les comportements devaient expliquer l'origine de la dette souveraine, une question centrale demeurerait posée, à savoir par quel processus l'endettement des résidents d'une économie génère l'endettement des pays en tant que somme de leurs résidents ? La réponse à cette question fait nécessairement appel à l'analyse de la formation de la dette extérieure.

### **3.3. Les facteurs exogènes dans le surendettement des pays**

Les analyses sur les causes des problèmes d'endettement extérieur mettent aussi en avant des facteurs qui sont indépendants des acteurs économiques comme source de croissance rapide de la dette. Ces facteurs peuvent se regrouper en deux grands composants : les composants économique-financiers et les composants institutionnels. Ces composants sont de nature soit à mettre les économies endettées en mauvaise posture pour servir leur dette soit à augmenter le niveau de leurs engagements. Chaque sous-section de cette section discute de la possibilité de ces différents composants à expliquer la dette souveraine.

#### **3.3.1. Chocs extérieurs**

Les analyses sur la dette extérieure avancent que les chocs économique-financiers sont des facteurs qui peuvent précipiter les pays dans les problèmes de dette. D'une part en effet, ces chocs seraient d'ordre économique comme précise l'analyse de Toussaint (2017, p. 13), qui affirme que « *les crises de la dette de la périphérie sont liées aux crises qui éclatent dans les pays capitalistes les plus puissants et sont utilisées pour subordonner des États* ». D'autre part, certains auteurs mettent l'accent sur les chocs d'ordre financier comme la source de l'accumulation rapide de la dette.

##### **3.3.1.1. Les chocs économiques**

Les analyses sur les crises d'endettement des pays indiquent qu'un choc économique extérieur provoquerait le surendettement de certaines économies et précipiterait leur insolvabilité. Dans cette catégorie de choc, celui des prix. Le choc des prix serait le déterminant

majeur de la position extérieure des pays et partant de leur surendettement. Selon Cuddington (1989), une augmentation du prix des produits finis de grande consommation (le pétrole, une baisse du prix des produits d'exportations et une récession globale) serait une source de la croissance précipitée des engagements d'un pays donné.

Concernant la récession économique globale, elle se conjuguerait aux chocs financiers pour accélérer le niveau critique des engagements du pays. Quant à l'augmentation du prix des produits de grandes consommations, elle entraîne une hausse des importations en valeur ce qui provoquerait une détérioration de la balance courante et partant de la position extérieure. La baisse du prix des matières premières produirait le même effet pour les pays exportateurs de ces produits à travers la compression de la valeur des exportations. Comme soutenu par Sachs (1989), ces différents mouvements de prix conduiraient à une détérioration des termes de l'échange et partant, de la position extérieure.

Dans son analyse sur les problèmes d'endettement au Brésil, Dornbusch (1985) soutient que l'endettement de ce pays serait devenu rapidement critique du fait essentiellement de la dégradation des termes de l'échange par le biais de la baisse du prix de leur produit d'exportation notamment le pétrole et par l'augmentation du prix des biens d'importation. Pour Celasun et Rodrik (1989), l'augmentation du prix de pétrole considéré comme principal produit d'importation de la Turquie aurait rapidement mis cette dernière dans une position critique. Dans le cas de la Bolivie, essentiellement exportatrice des matières premières, Malloy (1987) et Morales et Sachs (1989) expliquent que la contraction du prix des matières premières aurait été décisive dans les problèmes d'endettement extérieur en Bolivie.

En résumé, les chocs économiques engendrés à travers les fluctuations internationales de prix seraient un déterminant essentiel dans le niveau d'endettement d'un pays donné. Toutefois, dans la présentation des auteurs sur l'effet des prix, leur approche conjoncturelle ne permet pas d'expliquer l'endettement du pays en tant qu'ensemble. En effet, tel qu'expliqué, l'augmentation des prix provoquerait une augmentation du coût des importations des résidents. Cette situation ne devrait pas coûter au pays en tant qu'ensemble puisque les résidents supportent le coût de l'augmentation des prix à partir du revenu national. Au cas où leur revenu disponible ne permettrait pas de supporter le coût, ils seront dans l'obligation d'emprunter ou de réduire le volume de leurs importations. L'approche conjoncturelle permet ainsi d'expliquer l'augmentation de la dette des résidents mais ne permet pas d'expliquer l'origine de la dette souveraine.



De même, lorsque le prix des produits d'exportations baisse, le coût de ce choc est supporté par les résidents. Lorsque ceux-ci voudraient maintenir les mêmes recettes d'exportations, ils doivent augmenter le volume de leur production. Autrement, pour un même volume d'exportations, la baisse des recettes représente le coût du choc supporté par les résidents. Dans ces conditions, à moins qu'il y ait un autre coût à supporter, aucun autre engagement ne peut s'expliquer par l'approche conjoncturelle. Si toutefois, il existerait un coût supplémentaire à cette opération, se poserait la question à savoir par quel moyen le choc peut-il affecter les résidents et le pays en tant qu'ensemble des résidents à la fois ? La réponse à cette question nécessite d'analyser la formation de la dette des pays par une approche structurelle.

### **3.3.1.2. Les chocs financiers**

Les analyses soutiennent également que le surendettement est positivement lié aux cycles financiers globaux. Suivant les auteurs, un choc financier positif serait un facteur essentiel à la croissance rapide de la dette des pays. En d'autres termes, l'apparition excessive de capitaux sur le marché financier inciterait les créditeurs à prêter sans se soucier de la solvabilité des débiteurs. En conséquence, les débiteurs seraient incités à profiter de cet état de fait pour s'endetter massivement ce qui provoquerait le surendettement. Après cette phase, le marché financier commence à manquer progressivement de liquidités. Au cours de cette phase, les conditions d'accès au crédit se renforceraient et l'endettement des pays deviendrait de plus en plus insoutenable. Comme l'explique Toussaint (2017, pp. 19–20), *« les phases préparatoires à l'éclatement de la crise, pendant lesquelles la dette augmente fortement, correspondent chaque fois à la fin d'un cycle long expansif des pays les plus industrialisés (...). La crise est généralement provoquée par des facteurs externes aux pays périphériques endettés : une récession ou un krach financier frappant la ou les principales économies industrialisées, ou encore un changement de politique des taux d'intérêt décidés par les banques centrales des grandes puissances du moment »*.

Selon Eichengreen et Portes (1989), le lien entre le cycle de la dette et le cycle financier s'explique essentiellement par la libéralisation qui a accompagné le marché des capitaux internationaux. Les prêts libéraux auraient rendu les pays dépendants des marchés et sont devenus ainsi vulnérables aux cycles financiers internationaux. Dans la même perspective, les études de Cardoso et Dornbusch (1989) et Raffinot (1991) sur les épisodes d'endettement des années 1930, expliquent que la période d'expansion financière qui a précédé la crise de 1929

aurait poussé les pays à un endettement massif. La réduction de ces prêts avec l'avènement de la crise de 1929 n'aurait été que la conséquence des engagements insupportables contractés par les pays.

Cet argument revient également dans les analyses sur la crise des années 1980. Suivant leurs observations, l'éclatement des accords de Bretton Woods accompagné de la libéralisation des marchés financiers sont les principaux facteurs financiers qui auraient provoqué le surendettement des pays. Selon Carvounis (1986) et Simonsen (1984), le démantèlement des accords de Bretton Woods a conduit les pays à monnaie forte à effectuer les paiements avec leur propre monnaie. Les pays se trouvant avec une monnaie « faible » sont contraints de faire appel au marché financier international pour se procurer de la monnaie de réserve internationale. Carvounis (1986) fait remarquer que le taux d'intérêt proposé par les marchés à l'époque était relativement plus faible par rapport à celui des créanciers publics. Ainsi, au lieu de servir leur dette contractée en grande partie avec les bailleurs publics, les pays se replieront sur le marché financier. Le niveau bas du taux d'intérêt aurait créé une euphorie au niveau des débiteurs qui auraient augmenté leur demande de crédit sur le marché.

Avec le choc pétrolier et la baisse du prix des matières premières, les crédits sur le marché financier prendront une nouvelle tournure. D'un côté, la hausse du prix du pétrole a provoqué une augmentation des xénocurrencies qui servaient aux paiements extérieurs. Carvounis (1986) et Sachs (1989) expliquent que cette hausse a amené les banques des pays excédentaires à recycler les eurodollars sur le marché financier. D'une autre part, la baisse du prix des matières premières aurait entraîné une réduction des recettes des pays exportateurs de matières premières en eurodollar, et de ce fait, le crédit pour les paiements extérieurs augmente. La croissance de la demande de crédit vient ainsi se confronter à une offre de crédit aussi croissante sur le marché financier ce qui aurait eu la conséquence, suivant Carvounis (1986) et Sachs (1989), de maintenir les taux d'intérêt bas.

Avec la récession des années 1980, les xénocurrencies se réduisent sur les marchés financiers. Cette situation aurait mis en lumière le surendettement des pays du fait de la restriction de crédit sur le marché. Pour Sachs (1989), la présence des xénocurrencies masquerait cet endettement excessif dans la mesure où les pays servaient leur dette à travers les facilités d'emprunt que le marché leur accordait. Dans cette analyse, le cycle financier aurait été central dans l'avènement de la crise.

Les études menées sur les épisodes de crises d'endettement en cours actuellement mettent également en exergue le cycle financier global comme ayant catalysé la croissance rapide de la dette. Pour Lane (2012, 2013a, 2015) effectivement, « *[l]a périphérie européenne a connu un fort boom du crédit, en partie parce que l'adhésion à la zone euro signifiait que leurs banques pouvaient lever des fonds auprès de sources internationales dans leur propre monnaie - l'euro - au lieu d'emprunter dans une monnaie qui n'était pas la leur (par exemple, le dollar américain, le mark allemand ou la livre sterling) en espérant que les taux de change n'évolueraient pas à leur encontre. Dans le même ordre d'idées, la baisse des taux d'intérêt et la plus grande disponibilité du crédit ont stimulé les emprunts liés à la consommation et à l'immobilier* » (Lane, 2012, p. 52, traduite). De leur côté, Horváth et Šuster (2014, p. 40, notre traduction) concluent que « *après la crise financière mondiale, le crédit s'est tari et une crise de la dette a commencé à se propager dans la périphérie européenne* ».

En somme, il ressort de ces analyses que les cycles d'endettement seraient dépendants des cycles financiers internationaux. Une période expansive induirait une augmentation de la dette et, une phase récessive introduirait les problèmes d'endettement des pays. Cette relation s'explique selon Sachs par le fait que l'explosion de crédit en période d'expansion permet aux pays d'honorer leurs engagements grâce à de nouveaux emprunts. Lorsque vient la dépression, les crédits qui permettaient aux pays de respecter les dettes à maturité se contractent créant les problèmes de dette. En d'autres termes, aussi longtemps que les marchés financiers mettront à disposition des pays endettés la liquidité nécessaire, les difficultés de service de la dette auraient tendance à se dissiper.

Une analyse de cette relation montre encore une fois qu'au lieu d'être une question de forme des marchés financiers, le surendettement est un problème à saisir dans une analyse du fond de l'architecture financière internationale. Au regard du processus décrit par les auteurs, l'endettement apparaît comme une sorte de bulle qui est alimentée par les crédits accordés sur les marchés. En d'autres termes, les prêts sur le marché se présentent comme générateurs de capitaux spéculatifs. En effet, la réduction du crédit sur le marché financier international laisse intacte la capacité des pays à respecter leurs engagements tout en réduisant les investissements en provenance de l'étranger dans l'immédiat. Les investissements étant ex post, en période de récession, la production<sup>52</sup> ne devrait pas être affectée. Si la dépression engendre des problèmes de soutenabilité de la dette, cela ne peut aucunement être dû à un défaut de ressources. Dans

---

<sup>52</sup> Celle engendrée par l'investissement ex post.

ces conditions, lorsqu'en absence de crédit sur le marché financier les pays deviennent surendettés, alors il s'agit de prêts à caractère purement spéculatif. Le problème de surendettement ne se situerait donc pas dans les cycles financiers, mais dans la détermination de l'origine des capitaux spéculatifs.

Aussi, l'approche microéconomique adoptée pour expliquer l'effet des chocs financiers sur l'endettement ne permet pas de définir l'origine de la dette souveraine. En effet, suivant cette approche, étant donnée une forte disponibilité sur le marché financier, les agents en besoin de financement arrivent à satisfaire plus aisément leur demande de crédit. Dans ces conditions, la liquidité du marché financier n'explique que l'augmentation de la dette des résidents. L'endettement extérieur des pays en tant que somme de leurs résidents reste ainsi à être déterminé. L'approche microéconomique ne prend en compte que l'endettement à caractère microéconomique. La détermination de l'origine de cette dette à caractère macroéconomique nécessite une approche macroéconomique.

### **3.3.2. Facteurs institutionnels**

Certains facteurs pouvant être classés comme institutionnels sont mis en avant également dans la littérature pour expliquer la rapide dégradation de la position extérieure des pays. Ces critiques portent en général sur le système monétaire international. Dans l'analyse de la crise de la zone euro, d'autres vont chercher les défaillances du système monétaire européen pour expliquer l'origine du surendettement des pays de l'union.

Cette sous-section a pour objet de discuter les défaillances institutionnelles soulevées dans ces analyses comme source d'endettement excessif des pays. Elle se compose de deux points. Dans le premier point sont discutées les faiblesses relevées dans les analyses du système monétaire international en général comme source de surendettement des pays. Au second point, nous examinons les principales failles du système de paiement européen qui sont relevées par la littérature pour expliquer la crise de la zone euro.

#### **3.3.2.1. Système monétaire international**

Dans l'analyse du système monétaire international actuel, les auteurs identifient deux principaux paramètres comme sources de la croissance rapide de la dette des pays. Ces facteurs sont l'asymétrie d'information et les problèmes de la liquidité dans le système.

### *a. Les informations asymétriques et l'accumulation de la dette souveraine*

Suivant les auteurs, l'architecture financière internationale actuelle se caractériserait par une asymétrie d'information entre débiteurs et créditeurs. Dans ces conditions, la demande de crédit et/ou l'offre de crédit peuvent entraîner une situation de surendettement. Comme l'explique l'analyse de Kletzer (1984, 1986), les banques commerciales n'ont pas une parfaite information sur les débiteurs, de ce fait, lors de la crise des années 1980, elles auraient octroyé des crédits aux pays bien que ces derniers aient atteint leur limite en termes d'endettement, d'où le surendettement.

Les auteurs soutiennent que cette défaillance du système monétaire international est à l'origine des comportements favorables à l'accumulation de la dette. Comme l'expliquent Guttentag et Herring (1985), la sous-estimation du risque est la conséquence de cette asymétrie ce qui conduit à des prêts qui ont surendetté les pays. Pour Reinhart et Rogoff (2011a), la présence de cette imperfection sur le marché est due à l'absence d'une législation supranationale qui unifierait la position des différents acteurs. Cette législation devrait permettre de sanctionner les pays qui n'honorent pas leurs engagements du fait de leur caractère souverain<sup>53</sup> (Bulow et Rogoff, 1989, 1991 ; Eaton, 1990 ; Eaton et Fernandez, 1995a ; Eaton et Gersovitz, 1981 ; Eaton, Gersovitz et Stiglitz, 1986 ; Eaton et Taylor, 1986). Ces sanctions auraient pour effet de régler l'offre de crédit en fonction de la réputation du pays à servir sa dette. La menace de restriction de crédit dissuaderait ainsi les pays à faire défaut. Le développement des agences de notation s'explique en partie par cette thèse microéconomique.

Dans ses travaux, Dooley (1994) explique que la libéralisation du marché de crédit serait la source de l'augmentation incontrôlée de la dette des pays. Selon son analyse, l'accumulation rapide de la dette dans les années 1980 aurait été favorisée par les mutations intervenues dans l'environnement financier international notamment celles ayant conduit à l'écroulement des accords de Bretton Woods. Les relations bilatérales qui cadraient les emprunts extérieurs avant ces mutations, sont devenues multilatérales avec l'inclusion de plusieurs acteurs comme les banques commerciales et d'autres agents économiques dans le système de crédit. Si les prêts multilatéraux et bilatéraux coexistaient auparavant, les premiers se sont substitués aux seconds devenant ainsi plus importants dans les crédits internationaux. Cette

---

<sup>53</sup> Ce statut traduit le fait qu'un pays ne peut pas faire faillite comme le privé. En l'absence de sanction et en cas de non-respect de leurs engagements, rien ne peut contraindre une entité souveraine à servir sa dette.

situation aurait créé un environnement d'informations asymétriques ce qui ne permettrait pas aux créanciers de contrôler le niveau d'endettement des pays.

Selon d'autres auteurs comme Cuddington (1989), Sachs (1989) et Simonsen (1984), les causes du surendettement s'expliqueraient en partie par la faiblesse de la supervision bancaire. Cette situation serait due à la libéralisation des marchés financiers depuis la fin des accords de Bretton Woods. Laissant les banques à elles-mêmes, cette situation permet à ces dernières d'offrir largement du crédit sur le marché même si celui-ci dépasse le niveau optimal à partir duquel les pays deviennent surendettés.

Cette analyse à fondement microéconomique ne permet pas d'apercevoir la problématique macroéconomique. Si l'asymétrie d'information entre agents économiques peut effectivement provoquer une augmentation de la dette des résidents, l'endettement du pays reste toujours inexpliqué. En restant dans une simple analyse d'interaction entre agents économiques, l'origine de la dette souveraine qui affecte le pays en tant qu'ensemble des résidents (malgré les résidents eux-mêmes) ne peut être détectée. Une approche structurelle semble donc nécessaire pour déterminer l'origine de la dette extérieure du pays en tant qu'ensemble.

En plus, une analyse macroéconomique des faits montre que le besoin qui se présente au système de paiement va au-delà de l'existence d'une simple institution de surveillance. En effet, malgré la création de certaines institutions de surveillance (agences de notation) de la dette motivée par les arguments d'asymétrie d'information, les pays continuent d'être en situation de surendettement ce qui constitue une source d'instabilité financière internationale. Depuis leur apparition, la plupart des épisodes de surendettement sont passés inaperçus dans les notations effectuées par les agences. En général, ces surveillants ne tirent la sonnette d'alarme sur la position d'un pays qu'après que ce dernier soit réellement entré en crise. En un mot, dans la plupart des cas, la surveillance n'a pas réellement permis d'anticiper les problèmes de paiement des pays.

La crise d'endettement de la zone euro est illustrative de la surveillance défaillante des agences de notation. Pour le cas de la Grèce, les agences n'ont dégradé la note du pays qu'à l'annonce faite par l'État grec de son incapacité à honorer ses engagements. Comme soutenu par De Grauwe (2010, p. 1, notre traduction),

*« les agences de notation occupent une place centrale dans le rôle déstabilisateur des marchés financiers. Une chose que l'on peut dire de ces agences, c'est qu'elles ne voient systématiquement pas venir les crises. Et après que la crise a éclaté, elles réagissent systématiquement de manière excessive, ce qui l'intensifie. Ce fut le cas il y a deux ans, lorsque les agences de notation ont été complètement prises au dépourvu par la crise du crédit. Cela a été à nouveau le cas ces derniers mois. La crise de la dette souveraine a commencé à Dubaï. Ce n'est qu'après que Dubaï a reporté le remboursement de ses obligations et que nous avons tous lu à ce sujet dans le Financial Times, que les agences de notation ont réalisé qu'il y avait une crise et ont déclassé les obligations de Dubaï. Après avoir échoué lamentablement à prévoir une crise de la dette souveraine, elles se sont lancées dans une recherche frénétique d'autres crises possibles de la dette souveraine. Elles se sont emparées de la Grèce, qui était bien sûr une cible naturelle. Mais ils n'ont pas limité leurs recherches à la Grèce. Ils ont "visité" d'autres pays, principalement des pays du sud de l'Europe, et ont entamé le processus de dégradation de la notation. Cela a conduit à une augmentation significative des taux des obligations d'État dans ces pays »<sup>54</sup>.*

En somme, la simple observation du volume d'endettement en relation avec certaines variables macroéconomique ne permet ni d'apercevoir que les pays ont dépassé leur niveau de dette qui leur permet de payer ni d'anticiper l'avènement d'une crise. Les asymétries existantes dans le système ne sont donc que la partie visible de l'iceberg. Pour mieux appréhender le phénomène de surendettement, l'analyse de la structure du système financier international est nécessaire pour comprendre l'accumulation rapide de la dette.

### ***b. La liquidité et la dette des pays***

Le second facteur institutionnel qui expliquerait le surendettement des pays dans la littérature est l'accès à la liquidité dans le système monétaire international. En effet, suivant ces analyses, en absence d'un prêteur de dernier ressort et dans la mesure où certains pays ne peuvent payer avec leur propre monnaie, ces derniers doivent emprunter pour payer leurs déficits, mais aussi pour constituer leurs réserves afin de s'assurer une sécurité financière

---

<sup>54</sup> Certains auteurs notamment Candelon, Sy et Arezki (2011) et Holden, Natvik et Vigier (2018) avancent que les notes des agences sont elles-mêmes sources de défaut souverain. Toutefois, ces analyses partent de méthodologies très orthodoxes qui ne permettent pas d'expliquer la crise jusque-là et se reposent sur les comportements des créditeurs et des débiteurs face à une note donnée. Par exemple lorsque la note d'un pays est bonne, il attire plus de crédit et devient très vite vulnérable. Pour (Reinhart, 2002, p. 152), les agences de notation prédiraient correctement des crises de dette souveraine, mais resteraient limitées lorsqu'il s'agit de la prédiction des crises monétaires.

internationale. De ce fait, au lieu de financer des projets productifs, les emprunts effectués par les pays déficitaires servent à satisfaire plutôt la contrainte de liquidité internationale. Dans cette situation, la dette augmenterait plus vite que les ressources qu'elle est censée financer pour assurer son service.

Dans son analyse sur les crises des années 1980, Sachs (1989) explique que le surendettement des pays n'est apparu que lorsque les prêts se sont faits rares sur le marché financier. Cette contraction de prêts aurait mis les pays dans des crises de liquidité et aurait contribué à leur surendettement. Selon Farhi, Gourinchas et Rey (2011), la mise en place d'un système qui approvisionne en liquidités est essentiel pour réduire les risques systémiques qui sont à l'origine des crises. Le défaut de liquidités, développé principalement par Claessens et al., (1991), Cline (1983, 1985, 1986, 1989, 1995), Krugman (1985, 1988, 1999) et Vasquez (1996), est l'un des composantes fondamentales de la théorie de la dette qui inspirera les plans de sauvetage<sup>55</sup>.

Cette analyse fondée sur la liquidité ne se réfère pas dans le fond à l'absence d'une monnaie de paiement internationale comme source de la crise, mais plutôt à la nécessité de rendre disponible les différentes monnaies de réserve afin de faciliter les paiements des pays. En d'autres termes, il s'agit d'une approche microéconomique des liquidités dans laquelle, les agents économiques s'en procurent pour effectuer leurs transactions. Le problème de liquidité ne diffère donc pas de la condition des résidents à s'endetter en devises. Dans ces conditions, la baisse de la liquidité sur le marché financier peut permettre d'expliquer l'endettement des résidents. Étant donné que l'absence de liquidités amène les résidents à emprunter à des coûts élevés pour effectuer leur transaction extérieure, cet endettement ne peut pas être considéré comme celui d'un pays en tant qu'ensemble des résidents. L'absence de liquidités sur le marché financier dénoncée dans cette analyse est similaire au renforcement des conditions d'emprunts sur le marché à travers l'augmentation des taux d'intérêt par exemple. Cette situation fait augmenter la charge de la dette entre résidents, mais n'explique pas l'origine de la dette souveraine.

Toutefois, une analyse macroéconomique montre qu'à partir du problème de liquidité peut surgir une défaillance structurelle qui pourrait expliquer les causes de la dette souveraine. En effet, si le problème de liquidité est généré par le manque de moyens de paiements internationaux, l'analyse structurelle du système monétaire international permettrait

---

<sup>55</sup> Nous discutons cet aspect dans le chapitre 7.



d'expliquer l'endettement des résidents mais aussi celui du pays. En posant le problème comme une contrainte d'accès au crédit, l'analyse ne peut expliquer plus que le niveau d'endettement entre résidents. Cette situation s'explique par le fait que quelles que soit les conditions d'accès au crédit, la dette souveraine peut surgir et ne saurait être confondue avec celle des résidents. Comme expliqué par Greco (1990, p. 14, traduite), « *il est ridicule mais triste de constater que la création du moyen d'échange<sup>56</sup> (l'émission de monnaie) oblige les gens à s'endetter auprès des banques. Ceux qui bénéficient du statu quo ne veulent pas reconnaître que le problème est structurel ; ils ne discuteront que des changements de politique (comment faire fonctionner le système), en évitant de suggérer que le système pourrait être intrinsèquement injuste, instable, malsain et avoir besoin d'être révisé ou réformé* ». L'analyse de la structure des paiements devient ainsi une question essentielle de la formation de la dette des pays.

### **3.3.2.2. Le système de paiement européen**

Les critiques vis-à-vis du système de paiement ne font réellement surface dans la littérature économique qu'avec l'apparition des problèmes d'endettement de la zone euro. Les auteurs vont s'investir à analyser les nouveaux systèmes de paiement de l'union (TARGET1 et TARGET2) afin de relever les imperfections qui perturbent son fonctionnement. Le double crédit et le manque de solidarité interbancaire sont les principaux défauts mis en avant pour expliquer, de part et d'autre, la croissance rapide de la dette extérieure.

#### ***a. La duplication du crédit comme source de croissance de la dette***

Dans l'analyse orthodoxe du système TARGET principalement tenue par Sinn (2011a, 2011b, 2012) Sinn et Wollmershäuser (2012a, 2012b), le principal défaut qui se trouverait au cœur du surendettement dans la zone euro est la facilité accordée aux pays de faire financer doublement leur déficit extérieur. En d'autres termes, le système de paiements européen soutiendrait les pays déficitaires dans la mesure où le déficit est financé entièrement par les pays excédentaires sans que ceux endettés n'observent une réduction de leur masse monétaire (Triffin, 1963). En effet, selon Sinn et Wollmershäuser, dans le système TARGET, le règlement des déficits imposerait deux conditions essentielles : « *[d]'une part, la Bundesbank a dû créer de la monnaie sans recevoir de créance, comme c'est généralement le cas, contre*

---

<sup>56</sup> Le concept ici éloigne la monnaie de nature fondamentale. En effet, la monnaie est un moyen de paiement et non un moyen d'échange. Si la monnaie est un moyen d'échange, elle devient instantanément une marchandise et empêche les échanges d'être finaux (Bailly, 2017).

*une banque commerciale allemande. De l'autre côté de la transaction, la banque centrale grecque a détruit la monnaie sans que ses créances sur le système bancaire grec ne diminuent* »<sup>57</sup> (Sinn et Wollmershauser, 2011, p. 13, notre traduction). Dans ces conditions, comme expliquer par Sinn (2011b, nous traduisons), « *le système de paiement de la zone euro a fonctionné comme un financement caché dans le cadre duquel la Bundesbank a prêté plus de 300 milliards d'euros aux membres de la zone euro frappés par la crise via le système TARGET* »<sup>58</sup>. Plus explicitement, les soldes TARGET seraient pour Sinn un double financement du déficit des pays. D'une part, les pays excédentaires créeraient de la monnaie pour financer les importations nettes des autres pays en payant leurs propres exportateurs et d'autre part, ils financeraient ce même déficit à travers la balance TARGET. Étant donné que la BCE n'émet pas de la monnaie, lorsqu'un pays est déficitaire, cela est enregistré dans sa balance TARGET sous forme de dette envers le pays en surplus. En contrepartie des créances TARGET, le système bancaire allemand crédite le compte de l'exportateur en guise de paiement des exportations. Suivant Sinn et Wollmershäuser, la première créance vient de la dette TARGET que les pays doivent honorer aux pays excédentaires avec intérêt. La seconde créance viendrait du paiement des exportateurs allemand par le système bancaire allemand. En conséquence, les déficits extérieurs seraient doublement financés par les pays en surplus.

Aussi, suivant leurs analyses, contrairement au TARGET1 qui n'enregistrerait que les opérations d'une certaine valeur, le passage à la deuxième version (TARGET 2) prend en compte toutes les opérations quelle que soit leur valeur. Or pour Sinn, les opérations de faible valeur sont très fréquentes dans la zone euro. Ces opérations sont autant déficitaires que celle générée par les règlements à valeur élevé. De ce fait, en agrégeant toutes les catégories (fortes et faibles valeurs), la valeur des opérations devient importante et les déficits associés également. Cette situation engendre des soldes TARGET très larges entre les pays (Sinn, 2011b ; Sinn et Wollmershäuser, 2011, 2012a). En d'autres termes, le déficit engendré par les paiements de faibles valeurs viendrait augmenter le déficit généré par les règlements à montant élevé. En conséquence, cet élargissement des soldes TARGET induirait ainsi une augmentation du niveau de financement caché dans le système<sup>59</sup>.

Cette réforme aurait donc naturellement mis en lumière le financement implicite qui n'était pas comptabilisé dans la première version du système TARGET ce qui aurait

---

<sup>57</sup> Dans cet exemple, la Grèce est considérée comme déficitaire vis-à-vis de l'Allemagne.

<sup>58</sup> Tiré de la colonne VOX : <https://voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>

<sup>59</sup> Nous revenons sur l'analyse de Sinn et Wollmershäuser dans le chapitre 9.

énormément affaibli la dette des pays pendant cette période. Selon Sinn, l'échec des politiques du « quantitative easing » s'expliquerait par cette structure de double crédit. Lorsque l'Espagne achète des obligations de son gouvernement détenues par des acteurs économiques résidant par exemple dans les pays créanciers, Sinn affirme que *« cela se traduit souvent par des transactions triangulaires, les vendeurs transférant l'argent en Allemagne ou aux Pays-Bas pour l'investir dans des titres à intérêt fixe, des sociétés ou des actions de sociétés. Ainsi, la Bundesbank allemande et la banque centrale néerlandaise doivent créditer non seulement les ordres de paiement directs provenant d'Espagne, mais aussi les ordres indirects résultant des rachats de la Banca de España dans des pays tiers »*<sup>60</sup>.

Dans la même lancée, Tornell et Westermann (2011) soutiennent qu'il y aurait un excès de crédit dans la mesure où dans le système TARGET *« le stock de titres détenus par une banque centrale peut augmenter dans un pays membre même si la BCE ne poursuit pas une politique expansionniste pour l'ensemble de la zone euro. Cette création de la base monétaire ne se fait pas par le biais de la presse écrite comme autrefois, mais par voie électronique »*<sup>61</sup> (nous traduction). Cette même conclusion est observée dans les analyses de Abad, Löffler et Zemanek (2011) ; Buiter, Rahbari et Michels (2011). La duplication du crédit serait donc le principal facteur qui aurait précipité les pays dans la crise d'endettement.

De nombreux auteurs vont par la suite dresser des critiques à l'endroit de la thèse de la duplication du crédit. Formulées indépendamment de la structure des paiements extérieurs, ces critiques laissent l'idée d'une double créance presque intacte. Par exemple, c'est le cas de l'analyse de Whelan (2011a, 2011b, 2014, 2017) qui réfute la duplication des créances comme source de surendettement des pays . Selon Whelan (2011) effectivement, *« la Bundesbank ne prête pas à la Banque de Grèce . Elle bénéficie d'un nouvel actif supplémentaire. Il est inexact de prétendre qu'une telle transaction oblige la Bundesbank à vendre certains de ses actifs pour pouvoir déposer les fonds sur le compte bancaire privé des résidents grecs à Francfort. Aucun actif ne doit être vendu. Une fois qu'elle a reçu le crédit TARGET2, la Bundesbank crée la monnaie qui sera déposée sur le compte de réserve de la banque commerciale et les comptes de la Bundesbank restent équilibrés »*<sup>62</sup>. En d'autres termes, même s'il y a duplication des créances pour Whelan, cette double créance n'est pas dirigée vers les pays déficitaires.

---

<sup>60</sup> Tiré du blog de l'auteur : [http://www.hanswernersinn.de/en/PS\\_28112016](http://www.hanswernersinn.de/en/PS_28112016)

<sup>61</sup> Tiré du blog VOX : <https://voxeu.org/article/eurozone-crisis-act-two-has-bundesbank-reached-its-limit>

<sup>62</sup> Tiré de la colonne VOX CEPR Political Portal <https://voxeu.org/article/no-bundesbank-has-not-reached-its-limit>

Toutefois, en émettant de la monnaie contre les créances TARGET, les banques allemandes créent un revenu purement monétaire qui vient s'ajouter à celui déjà réel. Ainsi, cette création monétaire, de nature inflationniste vient conforter la thèse de Sinn et Wollmershäuser (2011, 2012b, 2012a).

Aussi, selon Sinn cette duplication du crédit expose les pays excédentaires comme l'Allemagne car elle rendrait la politique monétaire allemande neutre. Dans ces conditions, il y a lieu de limiter les déficits TARGET. Cependant, des auteurs comme Bindseil et Koenig (2011) et Lubik et Rhodes (2012) soutiennent que ces paiements sont neutres sur la liquidité en Allemagne. Selon Lubik et Rhodes (2012, p. 3, notre traduction) effectivement, *« il existe un lien entre les soldes de TARGET2 et la répartition des réserves entre les BCN, mais ce lien n'a pas d'effet négatif sur la liquidité allemande. En fait, la position nette des créances de la Bundesbank indique que les banques allemandes reçoivent des montants importants de paiements transfrontaliers de la part de banques d'autres pays. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles les banques allemandes ont eu besoin de moins de financement de la part de la Bundesbank ces dernières années »*. Cette approche ne permet pas de réfuter la thèse du double crédit dans la mesure où elle n'explique pas par quel moyen les producteurs ou investisseurs allemands sont payés. S'ils sont payés par création monétaire contre la balance TARGET, alors, il y aurait une duplication de crédit.

Si les analyses de Sinn et Wollmershäuser (2011, 2012b, 2012a) ont le mérite de s'intéresser à la structure des paiements extérieurs pour expliquer l'accumulation rapide de la dette, elles sont partielles et conduisent ainsi à une conclusion précipitée. En effet, leur analyse est essentiellement fondée du côté des payés ce qui ne permet pas d'apercevoir la globalité de la relation de paiements (côté de l'ensemble payeur et côté l'ensemble payé). Aussi, Sinn et Wolmershäuser et les autres auteurs se situant dans leur ligne de pensée n'analysent pas profondément les deux crédits ce qui aboutit à une conclusion hâtive. L'analyse des deux crédits est focalisée sur l'aspect monétaire des paiements sans prendre en compte l'aspect réel<sup>63</sup> qui caractérise les paiements. Dans ces conditions, le paiement des exportateurs et les créances TARGET apparaîtront comme deux créances monétaires distinctes l'une de l'autre.

En prenant en compte le double aspect qui caractérise tout paiement comme expliqué dans le chapitre précédent, il apparaît que ces deux créances fusionnent pour laisser place à une

---

<sup>63</sup> Les biens réels constituent l'objet des échanges économiques. C'est ce qui rend les paiements finaux (Rossi, 2007a)

et une seule créance comme démontré dans les analyses de Schmitt (2012a) et Cencini (2012c). Supposons que la Grèce soit déficitaire vis-à-vis de l'Allemagne. Pour payer ses importations nettes grecques, la Banque Centrale Grecque emprunte les devises (euro allemand)<sup>64</sup> nécessaire à la Bundesbank. Cette situation permet à la Bundesbank de créditer le compte de la Banque Centrale Grecque contre la créance TARGET<sup>65</sup>. A ce niveau, l'exportateur n'est pas encore payé. Grâce au crédit qu'obtient la Grèce dans sa balance TARGET, celle-ci peut demander à la Bundesbank de payer les exportateurs allemands de la valeur de ces importations nettes. Pour ce faire, la Bundesbank va débiter cette fois-ci la Grèce, et créditer celui de la banque des exportateurs allemands.

En n'analysant que le côté crédit, il pourrait paraître aisément que la Bundesbank crédite une première fois la Banque Centrale Grecque contre les créances TARGET et une seconde fois la banque des exportateurs allemands. Dans cette situation, la double créance de Sinn et Wolmershäuser serait justifiée.

Toutefois, en analysant des deux côtés (payé et payeur), nous pouvons également s'apercevoir facilement, que la Bundesbank crédite le compte des banques des exportateurs allemands en contrepartie les dépôts obtenus par la Banque Centrale Grecque grâce à son emprunt TARGET. Dans ces conditions, bien que la dette TARGET demeure, le second crédit n'est qu'une simple reproduction du premier. En effet, Pour créditer le compte des banques des exportateurs, la Bundesbank utilise le crédit initialement accordé à la Banque Centrale Grecque via le système TARGET. À l'issue du paiement, seule la Banque Centrale Grecque se retrouve avec une dette nette TARGET<sup>66</sup>. Nous pouvons donc dire avec Schmitt (2012a) et Cencini (2012c) que l'un des crédits est la répétition de l'autre. De ce fait, dans l'architecture des paiements européens, les pays excédentaires ne créditent qu'une et une seule fois les pays déficitaires et ces derniers ne sont crédités qu'une seule fois également. Les analyses de Sinn et Wolmershäuser ne sont donc pas complètes. Si l'analyse du côté des crédits permet

---

<sup>64</sup> Si en apparence l'euro paraît être une monnaie unique, ce qui fait disparaître immédiatement la nécessité de payer les pays en devises, l'existence même de la balance TARGET traduit la preuve que l'euro n'est pas unique. Dans la réalité, la zone euro est une union de différents systèmes bancaires avec leur propre monnaie dans laquelle les paiements sont passés par TARGET. Cette idée apparaît implicitement dans l'analyse de Bibow (2012) et Cesaratto (2015b, 2015a) qui traite les relations intra-européennes comme une relation de change fixe. La mise en cause de l'unicité de l'euro n'apparaît clairement que dans les analyses de Cencini (2016) et Rossi (2016, 2018). Le chapitre 9 de ce travail traite de cette question.

<sup>65</sup> Ce prêt de l'Allemagne a une contrepartie réelle car il s'agit du paiement en avance des importations futures. Cet argument est développé dans le prochain chapitre.

<sup>66</sup> La Grèce est débitée deux fois. Une première fois lorsqu'elle contracte la dette TARGET et une seconde fois lors du paiement de l'exportateur. Elle est créditée une seule fois de biens réels qu'elle importe.

d'apercevoir que les pays sont crédités une seule fois, l'analyse du débit dans les paiements européens s'avère essentielle pour appréhender la structure de la dette des pays.

### ***b. La solidarité bancaire et les déséquilibres extérieurs***

Dans les analyses d'inspiration hétérodoxes, l'augmentation rapide de la dette tirerait sa source des réformes intervenues avec l'avènement de la crise de 2008 et qui ont abouti à la création du système TARGET2. En effet, suivant les auteurs, la solidarité interbancaire qui prévalait dans la première version de TARGET aurait disparu dans sa version révisée. Cette nouvelle structure du système de paiement européen aurait provoqué une accumulation rapide des déséquilibres TARGET et précipité le surendettement des pays de la périphérie. Les financements qu'impliquaient la « solidarité interbancaire » dans la première version TARGET seraient une sorte de recyclage des excédents des banques en faveur des pays déficitaires. Ce recyclage, s'enregistrant comme une opération inverse dans le système TARGET, permettrait une parfaite compensation des soldes.

En supposant par exemple, qu'un pays A soit déficitaire vis-à-vis du pays B, pour effectuer les paiements de son déficit, A il va contracter des engagements TARGET. Selon Cecchetti, McCauley et McGuire (2012, p. 3, notre traduction), *« à ce stade, la banque A, (...), a subi une sortie de dépôts et une perte de réserve correspondante. La banque A a plusieurs options. Elle peut essayer d'attirer un dépôt, elle peut emprunter sur le marché interbancaire, elle peut vendre un actif, ou elle peut s'adresser à la banque centrale. Avant de faire quoi que ce soit, il est important de noter que les soldes de TARGET2 ne sont pas nuls, pas plus que la balance des paiements »*.

Considérons l'option de refinancement sur le marché interbancaire du déficit TARGET par A. Supposons qu'il le fasse auprès du pays B. lorsque les banques de B acceptent de refinancer la banque A, dans le système TARGET, la banque A est créditée et B est débitée du même montant que le déficit extérieur. Cette opération viendrait compenser parfaitement la dette TARGET générée par le paiement du déficit extérieur. Comme l'expliquent, Cecchetti, McCauley et McGuire (2012, p. 4, traduite), *« avec le cadre opérationnel actuel de l'Eurosystème, avec le refinancement par attribution intégrale et les règles de garantie données, ce solde de règlement officiel va évoluer automatiquement. En particulier, si le compte de capital devait s'inverser, cette inversion obligerait ce terme dans l'identité de la balance des paiements à être encore plus positif »*. Pour Simonazzi et Vianello (2001, p. 274,

notre traduction) l'opération de refinancement apparaît comme une redistribution spontanée « au sein du système bancaire européen ou que, alternativement, la création de liquidités dans les pays excédentaires et leur destruction dans les pays déficitaires soient complètement stérilisées par les banques centrales nationales. Dans ce cas, le financement d'un déficit d'un pays de l'Union Économique et Monétaire par un autre ne pose pas plus de problèmes que ceux posés à l'intérieur d'un même pays par le financement du déficit d'une région par une autre ». Le refinancement permettrait ainsi d'équilibrer les soldes TARGET.

Cet argument va donner lieu à diverses interprétations de la crise de la zone euro. D'une part, certains auteurs, comme Bibow (2012); Cesaratto (2013, 2015a, 2018) et Pérez-Caldentey et Vernengo (2012), interprètent la crise de dette de la zone euro comme une combinaison de la crise de la balance des paiements et de la crise bancaire. Pour Pérez-Caldentey et Vernengo (2012), l'unification monétaire et la dérégulation financière qui caractérisent la zone euro ont stimulé les exportations des économies du centre (économies les plus développées) au détriment des exportations des pays de la périphérie. Ces divergences viendraient de deux facteurs essentiels : « premièrement, les positions de compétitivité s'épuisent ; et deuxièmement, les taux de croissance divergents de la demande intérieure. Étroitement liées, ces deux influences se sont en fait renforcées l'une l'autre du fait du fonctionnement du régime de Maastricht » (Bibow, 2012, p. 13, nous traduisons). La détérioration du compte courant va ainsi engendrer une augmentation des paiements vers l'étranger ce qui fait creuser le déficit TARGET des pays de la périphérie.

Selon Cesaratto (2013), la crise de la balance des paiements est rendue possible du fait de la structure défectueuse de la zone. Une grande accumulation des soldes TARGET entraîne un problème de liquidité et de solvabilité au niveau des banques commerciales de ces pays du fait de l'absence de la solidarité bancaire. Comme expliqué par Bibow (2012, p. 30, traduite), la crise devient inévitable lorsque cette situation perdure jusqu'au moment où « [les] pays en difficulté financière sont contraints de soutenir leurs banques commerciales, tandis que les banques confrontées à des problèmes de solvabilité et de liquidité sont contraintes de soutenir leurs pays ». La crise de la balance des paiements détériore ainsi la position des banques commerciales ce qui engendre une crise de dette souveraine du fait de la dégradation de la capacité des autorités souveraines à soutenir l'économie.

D'autre part, certains auteurs comme De Grauwe (2013), Febrero, Uxó et Bermejo (2018), Lavoie (2015a, 2015b) et Wray (2012) mettent en cause la crise de la balance des

paiements et situent la crise de l'euro au niveau de la question de la souveraineté monétaire. En effet, selon Lavoie, pour parler de crise de balance de paiement, il faut qu'en plus d'autres conditions, les pays présentent des problèmes de réserves en devises c'est-à-dire que les devises détenues par ces derniers se réduisent jusqu'à se situer en dessous du minimum requis et que ces réserves commencent à s'épuiser. Or, selon Bindseil et Winkler (2014, p. 140, notre traduction), « *le caractère illimité et inconditionnel des soldes de TARGET2 est au cœur même de l'union monétaire et le distingue de l'étalon-or (ou de toute autre forme de régime de change fixe, (...)). Ainsi, l'imposition d'une limite contraignante à ces soldes pourrait de facto impliquer la réintroduction de deux monnaies dont les prix sont vraisemblablement différents, marquant ainsi la fin d'une union monétaire* ». Ces auteurs concluent ainsi à l'impossibilité d'une crise de la balance des paiements dans la zone euro.

Le surendettement des pays s'expliquerait par une défaillance fonctionnelle des institutions. Selon Lavoie (2015a, p. 11, nous traduisons), « *le véritable problème réside (...) dans la structure et les contraintes que s'impose la Banque Centrale Européenne* ». Pour De Grauwe (2013), la crise de la dette souveraine se lie intrinsèquement à l'absence de prêteur en dernier ressort qui va racheter la dette des pays. Cette structure défectueuse conduit à la crise du fait essentiellement des cycles financiers et de l'absence de stabilisateur automatique qui ont été transformés avec l'union monétaire (De Grauwe, 2013 ; De Grauwe et Ji, 2015).

Pour Wray (2012), l'expansion du crédit dans la zone a conduit à une bulle de crédit à la Minsky. L'éclatement de la bulle aurait contraint les gouvernements à financer les banques afin d'éviter leurs faillites ce qui transforma la crise bancaire en une crise de dette souveraine. Dans la même lancée que Wray, Purificato et Astarita (2015) estiment que la crise de la zone euro est plus celle d'une perte de confiance que de déséquilibres observés au sein de l'union. Cette perte de confiance s'expliquerait principalement par le fait que la Banque Centrale Européenne (BCE) a refusé de jouer le rôle de prêteur de dernier ressort. L'objectif de ce prêteur de dernier ressort est d'éviter les crises de liquidité au sein de la zone et partant les crises de solvabilité. En un mot, le prêteur en dernier ressort permettrait d'éviter le surendettement.

Bien que des divergences se dégagent dans les différents points de vue, ces analyses s'accordent principalement au niveau de l'absence d'une union bancaire comme étant à la base de la crise d'endettement de l'euro. L'instauration d'une union bancaire dans la zone, comme le recommandent les auteurs, entraînerait la reprise des opérations de refinancements



interbancaires ce qui permettrait d'annuler théoriquement les balances TARGET. Cependant, cette analyse pose deux contradictions vis-à-vis des principes de paiements qui ne permettent pas de déterminer l'origine de la dette souveraine.

La première contradiction est que l'analyse conçoit la zone euro comme un espace monétaire homogène (Cecchetti, McCauley et McGuire, 2012 ; De Grauwe, 2013 ; Febrero, Uxó et Bermejo, 2018 ; Lavoie, 2015a, 2015b). Dans ces conditions, le problème se trouve dans la mise en œuvre des principes de paiement. Conséquemment, les soldes TARGET résulteraient de la non mise en œuvre par la Banque Centrale Européenne de son rôle de prêteur en dernier ressort. En tant que prêteur en dernier ressort, elle mettrait en place un système d'union bancaire, qui permettrait à chaque banque de se refinancer auprès des autres banques de la zone. Etant donné que ce refinancement permettrait de compenser la dette TARGET, le problème serait résolu.

Or, en analysant la structure de la zone euro<sup>67</sup>, il apparaît que l'existence même des balances TARGET est une conséquence de la construction structurelle de ladite « monnaie unique » et non une mauvaise mise en œuvre de l'euro par la BCE. Si l'euro était une monnaie unique comme le pensent de nombreux observateurs, les principes fondamentaux (évoqués dans le chapitre précédent) des paiements s'imposeraient tout naturellement. Etant donné que ces principes ne peuvent être mis en œuvre, cela implique que l'euro n'est pas unique. Si l'euro n'est pas unique, sans une réforme structurelle, un simple élargissement des prérogatives de la BCE (à intervenir positivement sur le marché par exemple) ne permettra pas d'établir l'ordre.

La seconde contradiction est la conséquence de la première. En considérant l'euro comme monnaie unique, les auteurs ont tendance à mettre en avant la limitation des opérations de refinancement et le manque de la possibilité de financement entre banques centrales comme la source de l'accumulation des déséquilibres TARGET (Bindseil et König, 2012 ; Cecioni et Ferrero, 2012 ; Febrero et Uxó, 2013 ; Whelan, 2014). S'il est vrai que les opérations de refinancement et les financements entre banques centrales permet de réduire les déficits TARGET, ils ne résolvent le problème de paiement européen. En effet, étant donné que la BCE n'émet pas de monnaie, les opérations de refinancement transforme les engagements des banques centrales envers l'Eurosystème en des engagements envers d'autres banques centrales. Dans ces conditions, le remboursement de la dette envers les autres banques centrales nécessitera de transférer des ressources domestiques vers l'économie partenaire. Étant donné

---

<sup>67</sup> Le chapitre 9 est consacré à l'analyse de la construction structurelle de l'euro.

que le transfert de ces ressources est fait par le biais du mécanisme TARGET, l'opération de paiement de la dette rétablira les déficits TARGET. En conséquence, les opérations de refinancement et les financements interbancaires dans la structure des paiements européens actuel ne permet de résorber le problème d'endettement extérieur.

Toutefois, l'existence de soldes TARGET du fait des paiements intra-européens amène à distinguer l'endettement des résidents de ceux du pays. Ces soldes apparaissant après que les résidents payeurs et payé aient été crédités et débités instantanément, la dette TARGET ne peut leur être imputée une seconde fois. Si cette dette devait être imputée au résident importateur, celui-ci serait débité doublement. Dans les faits, les résidents sont débités et crédités une et une seule fois malgré l'existence des soldes TARGET. Les soldes TARGET représentent donc des engagements supplémentaires qui diffèrent de ceux des résidents que la précédente analyse ne distingue. Le problème de d'endettement de la zone euro n'est donc pas simplement un problème de prêteur de dernier ressort ou un problème de solidarité mais, il s'agit d'une défaillance du système de paiements européens. Le problème de prêteur de dernier ressort et de solidarité bancaire soulevé par les auteurs sont la conséquence des paiement défaillants qui ont lieu dans la zone.

## Conclusion

Malgré la succession de diverses méthodes d'analyse sur les questions d'endettement souverain, les explications du processus de surendettement n'ont pas sensiblement variées et les crises de dette se succèdent de période en période, et de pays en pays. Ces analyses se sont principalement réduites à mettre en relation les politiques d'endettement des pays avec les différentes conjonctures économiques nationales et internationales. Elles expliquent le surendettement à travers la dégradation des différents déterminants de la dette. Cependant, les faiblesses de cette piste apparaissent lorsqu'il faut déterminer la part de la dette qui dépasse les activités de ces pays avec l'étranger<sup>68</sup> (Cencini, 1991). D'autres analyses s'investiront dans l'analyse de l'architecture monétaire internationale, mais se réduiront également à mettre en relation le comportement des différents agents avec cette architecture. Suivant leurs résultats, le système monétaire international ne travaillerait éliminer ou à éviter certains

---

<sup>68</sup> Il s'agit de la dette non justifiée par l'activité économique internationale du pays avec le reste du monde.

comportements<sup>69</sup>, qui seraient source d'accumulation rapide de la dette. Elles laissent également les causes du surendettement indéfinies dans la mesure où la dette des pays dépasse largement les déficits engendrés par ces comportements. Quelques rares études s'intéressent à la structure des paiements, mais celles-ci sont restées superficielles. Les recommandations mises en œuvre ainsi maintiennent les pays dans un régime de suraccumulation de la dette.

En résumé, les faiblesses qui apparaissent dans les premières analyses expriment la nécessité d'analyser le surendettement au-delà des simples déterminants de la dette extérieure. Ainsi, une analyse du système monétaire international se présente comme alternative adéquate aux études conjoncturelles mises en œuvre jusque-là. Enfin, les limites qui découlent des dernières analyses de structure appellent une analyse plus approfondie du système de paiements. L'analyse de la formation de la dette permet ainsi d'aller chercher le dysfonctionnement qui cause l'augmentation excessive de la dette des pays. En somme, au regard de la littérature, l'étude du système des paiements internationaux en accordant une attention particulière à la formation de la dette apparaît comme une piste adéquate dans la recherche de la cause de l'endettement excessif.

---

<sup>69</sup>Ces comportements sont fondés sur le concept de rationalité qui est la pierre angulaire de l'analyse néoclassique

## Conclusion de la Partie 1

L'étude menée dans cette partie établit une relation entre le système monétaire international et la dette souveraine. En effet, en faisant la distinction entre les résidents et le pays en tant qu'ensemble des résidents, elle conçoit la dette souveraine comme l'engagement extérieur du pays en tant qu'ensemble souverain. Dans ces conditions, elle représente l'endettement d'un ensemble « monétairement souverain » envers d'autres ensembles monétaires. En d'autres termes, la dette souveraine, est une dette générée dans les paiements entre différents espaces monétaires et qui ne peut être imputée aux résidents. Il apparaît donc que la dette extérieure résulte du système des paiements internationaux. L'observation des différents systèmes monétaires internationaux consolide cette conception. En effet, depuis le bimétallisme, la crise de dette souveraine a été la source d'instabilité commune à tous les systèmes monétaires. Dans de nombreux cas, le dénouement de ces crises intervient soit avec le retrait des pays de l'accord monétaire international soit par l'éclatement pur et simple du système.

Aussi, l'analyse des différents systèmes de paiements à des niveaux de règlements distincts conforte la relation entre la dette souveraine et l'architecture <monétaire internationale. En effet, lors des paiements entre particuliers, la monnaie bancaire permet à ces derniers de se payer sans pour autant endetter la banque commerciale. Dans cette opération, la banque commerciale émet de la monnaie pour permettre de véhiculer les biens réels. Dans les règlements interbancaires également, grâce à la monnaie de banque centrale, les banques commerciales peuvent se payer sans créer la moindre dette sur la Banque Centrale. Le rôle de Banque Centrale est de fournir les moyens des paiements afin de véhiculer les biens réels. Cette caractéristique est ce qui rend les paiements libératoires pour tous les acteurs concernés. Toutefois, l'absence de monnaie internationale fait que les paiements ne sont pas libératoires

dans la mesure où les acteurs se trouvent en face d'une contrainte supplémentaire qui est l'acquisition du moyen de paiement. Cet état de fait affecte les paiements extérieurs des pays et partant la formation de leurs dettes.

Cette relation entre la formation de la dette souveraine et le système monétaire international recommande d'analyser le système de paiements extérieurs afin de comprendre l'origine du surendettement des pays. Toutefois, l'approche conjoncturelle est privilégiée dans la littérature pour définir l'origine de la dette souveraine. Cette approche permet aux auteurs de définir les déterminants de la dette extérieure des résidents comme source de la dette souveraine. Si cette approche permet d'expliquer la dette ordinaire qui est celle contractée par les résidents, l'endettement extérieur du pays en tant qu'ensemble des résidents reste indéterminé. En d'autres termes, l'approche privilégiée par les auteurs permet d'expliquer une partie de la dette micro-économique d'un pays, mais ne permet pas de situer l'origine de la dette macro-économique qui ne peut être imputée à leurs résidents.

En somme, cette analyse montre que l'analyse structurelle du système de paiement international est essentielle pour appréhender l'origine de la dette souveraine

## **Partie 2 :**

**De la dette extérieure à la dette souveraine : une  
approche structurelle des crises d'endettement  
extérieur**

## Introduction de la Partie 2

En rappelle, dans la précédente partie, nous avons observé que les crises de dette souveraine ont constitué les principales menaces des différents systèmes financiers internationaux. Par définition, la dette souveraine désigne l'ensemble des engagements extérieurs d'un pays en tant que la somme de ses résidents. En tant qu'engagements extérieurs, la dette souveraine se distingue des obligations extérieures de l'État bien que celui-ci soit le représentant de l'autorité souveraine donc le souverain. Il s'agit d'une dette générée dans les paiements entre des ensembles monétaires distincts. En conséquence, nous remarquons que cette dette est structurée par le système monétaire dans lequel ont lieu les règlements des échanges. L'analyse des différents systèmes de règlements à différents niveaux a montré également une particularité au niveau des paiements internationaux. En effet, le système des paiements internationaux se particularise par l'absence d'une véritable monnaie de paiement. Si dans les règlements domestiques la monnaie permet de rendre les paiements libératoires, cette absence dans les paiements internationaux met en cause la nature libératoire des paiements internationaux. En d'autres termes, après paiements extérieurs, des engagements qui ne peuvent être imputés aux résidents (État et privé) demeurent. Cette situation indique que la structure des paiements internationaux influence l'endettement extérieur des pays en général et la dette souveraine en particulier.

La récurrence des crises d'endettement va conduire les auteurs à développer des analyses pour déterminer les causes de l'accumulation de la dette extérieure. Ces analyses privilégient une approche conjoncturelle qui permet aux auteurs de définir les déterminants de l'accumulation de la dette extérieure comme source du surendettement des pays. Toutefois, si ces déterminants expliquent l'augmentation de la dette extérieure des résidents pris individuellement, ils ignorent l'origine de l'engagement des résidents pris en tant qu'ensemble. En plus, cette approche ne prend pas en compte le système monétaire international dont la particularité peut affecter la formation de la dette extérieure. En conséquence, l'approche

conjoncturelle s'avère limitée pour expliquer les causes de la crise d'endettement souverain. Il apparaît ainsi qu'une meilleure appréhension des crises d'endettement des pays recommande une analyse structurelle qui prend en compte le système de paiements extérieurs.

L'objectif de cette partie est de déterminer les causes structurelles de la suraccumulation de la dette extérieure et de certains problèmes qu'elle engendre. La partie se décompose en trois chapitres. Dans le premier chapitre, nous analysons la formation de la dette extérieure suivant une approche structurelle du système monétaire international. Il en résulte que si les opérations d'importations et d'exportations donnent lieu à des engagements entre résidents, les paiements en devises des déficits extérieurs génèrent de la dette souveraine qui affecte le pays en tant qu'ensemble des résidents. Cet endettement souverain s'explique par l'emprunt des moyens de paiements pour transmettre le paiement des résidents du fait de l'absence d'une véritable monnaie de règlement international à part entière. Dépourvu de toute contrepartie réelle, cet engagement vient augmenter la charge de l'endettement extérieur des pays, ce qui provoque leur surendettement.

Le deuxième chapitre traite des déséquilibres économiques internes qui interviennent lorsque les pays s'engagent pour servir leur dette. Nous soutenons que la récession économique qui accompagne le processus de réduction de la dette extérieure s'explique par la double charge des paiements extérieurs. En effet, l'absence de contrepartie réelle dans la formation de l'endettement souverain conduit les pays à comprimer leur économie pour honorer leurs engagements. En d'autres termes, la compression de l'emploi lors du service des engagements extérieurs vient du service pathologique de la dette. Lorsque les pays ne dégagent pas un surplus équivalent au double de leurs engagements, ils ne peuvent pas véritablement se libérer de leurs dettes extérieures.

Le dernier chapitre de cette partie quant à lui, traite les causes structurelles des déséquilibres globaux, la fuite des capitaux et l'instabilité financière internationale. Nous expliquons que si ces dysfonctionnements sont la partie visible de l'iceberg, la duplication des paiements extérieurs en est la partie cachée. Autrement dit, nous montrons que les déséquilibres globaux, la fuite de capitaux et l'instabilité financière internationale sont le fait de capitaux apatrides générés par la duplication des paiements extérieurs.



## **Chapitre 4 : De la malformation de la dette au surendettement des pays : une nouvelle approche d'un problème qui s'éternise**

### **Introduction**

La crise d'endettement continue de miner l'environnement économique international malgré de grands développements théoriques et de grands efforts consentis par les créditeurs et les débiteurs pour venir à bout du phénomène. Si autrefois ces crises caractérisaient les pays en voie de développement particulièrement, la crise d'endettement de la zone euro montre que le problème de la dette internationale va au-delà des arguments du faible développement et de l'irresponsabilité des pays en développement soutenus par les théories classiques de la dette extérieure (Eaton, 1990 ; Eaton, Gersovitz et Stiglitz, 1986 ; Eaton et Taylor, 1986). Une analyse historique dans le chapitre 1 a montré que le facteur commun de tous les régimes monétaires internationaux qui se sont succédés est la défaillance des pays débiteurs sur leurs engagements. Les crises générées par ces défaillances rendent le système monétaire instable. Cette instabilité se caractérise par des risques élevés sur le marché financier international et entrave la satisfaction des besoins de financement de nombreux pays endettés. Cette situation favorise la formation de bulles financières dans les pays développés qui provoque également l'instabilité de leur économie (Astley et al., 2009). En d'autres termes, le problème d'endettement n'est pas seulement un problème de pays en développement. Il affecte également les pays développés. La recherche d'une véritable solution est donc essentielle pour le mieux-être des différentes économies.

Autrefois appelé crise d'endettement extérieure, la pérennité des problèmes d'endettement souverains montre la difficulté pour les pays endettés de se libérer du joug de leur dette comme admis dans le rapport du FMI. Suivant le FMI (2015) effectivement, malgré les efforts consentis par les pays en crise pour se désendetter, le niveau de leur endettement

s'est accru pour neutraliser les efforts consentis. Aussi, suivant Mastromatteo et Rossi (2015), en dépit de l'amélioration du solde budgétaire des pays de la zone euro, le ratio dette/PIB a continué de se détériorer. Il est de ce fait indéniable que si le déficit extérieur conduit les pays à s'endetter, la crise d'endettement ne traduit pas le fait que les pays ont vécu au-delà de leurs moyens (Schmitt, 1984b ; Cencini, 1991). Dans ces conditions, elle est imputable à la procédure de désendettement ou au système de paiement de la dette. La recherche des causes de cette difficulté pour les pays à se libérer du joug de leur endettement est essentielle pour comprendre la pérennité de la crise et partant l'instabilité financière internationale. Comme montré dans le chapitre précédent, les analyses de la dette extérieure ont ignoré l'analyse structurelle du système dans lequel la dette souveraine prend forme : le système des paiements internationaux. La compréhension de la nature de la dette des pays et partant de leur surendettement nécessite un examen du système des paiements extérieurs.

Ce chapitre a pour objet de mettre en lumière la cause de la perpétuité des crises d'endettement qui minent l'environnement économique international. Nous analysons le système de paiements extérieurs pour déterminer les causes de la suraccumulation de la dette souveraine en accordant une attention particulière au processus de sa genèse. Les analyses de Schmitt et Cencini semblent appropriées pour traiter de cette problématique centrale pour l'analyse économique internationale.

Les analyses menées par Schmitt (2012b, 2014), Cencini (2012b, 2016, 2017a) et Cencini et Schmitt (1991) montrent que le système actuel de paiement international est le principal vecteur du surendettement des pays plutôt que leurs emprunts imprudents comme soutenu par Dornbusch et Fischer (1986b). En effet, pour Schmitt et Cencini, deux besoins de financement caractérisent les paiements extérieurs dans un environnement sans véritable monnaie internationale : d'une part le besoin de paiements en termes réels qui constituent la finalité de toute transaction et d'autre part, le besoin de paiement en terme monétaire. Autrement dit, en plus d'emprunter pour financer leur production future, les pays déficitaires sont contraints d'emprunter le support de leur investissement. Il s'ensuit donc une accumulation injuste d'une partie de la dette que les pays déficitaires supportent lors du paiement de leurs déficits. Cette découverte a donné lieu aux théorèmes de la dette et de l'intérêt que ce chapitre reprend pour déterminer l'origine du surendettement des pays.

Ce chapitre se décompose en trois sections. Dans un premier temps, nous présentons le théorème de la dette qui soutient que dans un système d'échange sans véritable monnaie de

paiement, les règlements des déficits extérieurs sont doublés. Cette duplication pathologique des paiements conduit au surendettement des pays et partant aux crises d'endettement souverain. La deuxième section présente le théorème de l'intérêt. Ce dernier montre que le service des intérêts charge doublement les pays. D'une part, il détériore le compte courant, et d'autre part, il entraîne la détérioration de la balance financière du pays. La troisième section indique que si ces théorèmes sont ignorés dans la théorie économique, ils se manifestent dans les analyses à travers les effets pervers de la duplication qu'elles essayent de traiter.

## 4.1. Théorème de la dette extérieure

Pour définir l'origine des crises d'endettement souverain, le théorème de la dette extérieure analyse la structure du système monétaire international qui est l'environnement dans lequel les engagements des pays sont générés. Le théorème stipule que la structure actuelle du système monétaire international conduit les pays importateurs nets à payer doublement leur déficit extérieur. D'une part, le déficit est payé par une cession de biens réels et d'autre part, l'importation nette est réglée dans une monnaie étrangère dont il faut faire l'acquisition. Après avoir exposé les deux paiements qui composent le paiement des déficits extérieurs, nous montrerons dans cette section que ces paiements sont indépendants l'un de l'autre donc constituent des charges différentes.

Tout au long de notre analyse, nous considérons un cas stylisé où nous supposons qu'il n'existe que deux pays dans le monde : un pays déficitaire appelé  $A$  et un autre pays représenté par le reste du monde  $R$ . La monnaie du pays  $A$  est notée  $MA$  et celle du reste du monde,  $MR$ . Nous faisons l'hypothèse d'un taux de change unitaire entre  $MA$  et  $MR$ . Les exportations de biens réels<sup>70</sup> du pays  $A$  s'élèvent à  $10MR$  et ses importations de biens réels s'élèvent à  $11MR$ . Nous montrons que le pays  $A$  s'endette doublement pour payer ses importations de  $1MR$  et que l'économie du reste du monde est payée une seule fois tandis que le second paiement du déficit profite à la bulle financière (ou à la formation des capitaux apatrides).

---

<sup>70</sup> Les biens réels se réfèrent aux biens et services commerciaux, mais aussi aux produits financiers. Dans toute l'analyse nous utiliserons ce terme pour nous référer à ces éléments. Lorsque nous parlons du déficit extérieur, il s'agit du déficit courant donc des importations nettes de biens et services.

### **4.1.1. De l'identité des paiements macroéconomiques à une pathologie macroéconomique : le double emprunt**

Fondé sur le caractère macroéconomique des paiements internationaux, le théorème de la dette extérieure révèle l'existence d'une double contrainte dans le processus de paiement des déficits extérieurs. Cette double contrainte est imposée par la nécessité que tout échange économique soit effectué simultanément en termes réels et en termes monétaires comme nous l'avons vu dans le chapitre 2. À l'opposé des paiements domestiques où tout paiement est instantanément réel du fait du bien réel qui fait l'objet de la création du revenu monétaire et à la fois du fait de la monétisation des produits physiques, au niveau international l'absence d'une monnaie internationale dénature cette identité instantanée des paiements. Nous détaillons dans cette section les paiements en termes réels et les paiements en termes monétaires qui s'imposent aux pays déficitaires.

#### **4.1.1.1. L'aspect réel des paiements extérieurs**

Suivant Schmitt (1975, pp. 14–35, 1977a, pp. 11–43), les échanges économiques se fondent sur l'identité macroéconomique qui stipule que les ventes de tout agent économique sont absolument égales à ses achats en chaque période. La quintessence des échanges dans les économies domestiques peut se résumer au travers de cette loi fondamentale dans la mesure où l'objet de tout échange économique a pour finalité le produit et non le moyen de paiement ayant servi pour acquérir le produit demandé<sup>71</sup>. L'essence des échanges économiques se manifeste donc grâce à cette loi fondamentale. En outre, si cette loi est ignorée dans la plupart des analyses économiques sur l'équité (Bolton et Ockenfels, 2000 ; Ohlson, 2001), le principe même de l'équité réside dans cette loi car elle marque l'impossibilité de consommer (achat) plus que ce que l'on produit (vente). Étant la principale caractéristique des échanges

---

<sup>71</sup> Suivant la théorie des émissions, tout revenu naît d'une activité de production si bien que la dépense de ce revenu dans l'achat d'autres biens et services entraîne sa destruction automatique. Dans le processus de création de revenu, la monétisation de la production physique est directement dépensée dans l'achat de dépôts bancaires. De ce fait, aucun achat ne peut excéder la valeur de la production de biens réels de l'économie. Une exception peut sembler s'opposer à une telle vision lorsque les agents économiques ont la possibilité de s'endetter pour dépenser. Cependant, dans les analyses de Schmitt (1966, 1975), Cencini (2005) et Rossi (2007a) cette situation traduit une consommation différée des épargnants au profit des endettés qui sont dans l'obligation de créer l'équivalent du revenu emprunté à la période futur au profit des épargnants. Aussi, il faut noter que l'endettement d'un agent se traduit par la vente de titres de sorte que le montant de la dépense de l'agent endetté est toujours égal à celui de sa vente en titre. L'équilibre entre les achats et les ventes est donc réalisé à chaque période.

économiques domestiques, les échanges économiques internationaux ne doivent et ne peuvent échapper à cette caractéristique<sup>72</sup>.

Lorsqu'un pays est déficitaire vis-à-vis du reste du monde c'est-à-dire qu'il importe plus qu'il n'exporte, conformément à cette identité, le pays a besoin d'élever le niveau de ses exportations au niveau de ses importations. Ce besoin ne peut être satisfait que par l'endettement vis-à-vis du reste du monde. Comme le note Schmitt, cet engagement est de premier degré<sup>73</sup> car il est émis par un acheteur et concerne uniquement les échanges de valeurs économiques entre pays. Suivant les manuels d'économie internationale notamment celui de Krugman, Obstfeld et Melitz (2012, chap. 13), les pays importateurs nets exportent des titres pour ramener le niveau de leurs exportations à celui des importations. Cette dette « *reflète le fait que les écarts entre les recettes d'exportation et les dépenses d'importation doivent s'accompagner d'une promesse de remboursement [(d'exportation)] de la différence, généralement avec intérêts, à l'avenir.* » (Krugman et al., 2012, p. 317, notre traduction et adaptation). Cette loi gouverne alors de toute évidence les échanges économiques internationaux.

L'identité de la balance de paiement découle de cette loi fondamentale dans les relations économiques internationales. L'identité traditionnelle établit que la somme des différents comptes de la balance de paiement est naturellement nulle. Cette identité peut s'énoncer autrement sans entacher son sens réel comme l'énoncent Schmitt (2014) Cencini (2017b) et Cencini et Rossi (2015). En effet, dans la mesure où les éléments de la balance de paiement sont enregistrés en termes d'exportations et d'importations, comme énoncée par Schmitt et Cencini, l'identité peut être réécrite comme une égalité absolue entre les importations totales (achats) et exportations totales (ventes). Nous démontrons cette identité à partir de l'énoncé classique telle que établit par le manuel le plus récent de la balance des paiements et de la positions extérieure globale (IMF, 2009, p241).

$$CAB + KAB + NFA = 0 \quad (1)$$

$$X_t - M_t + X_k - M_k + X_f - M_f = 0 \quad (2)$$

<sup>72</sup> L'absence de cette loi dans les échanges internationaux impliquerait l'absence pure et simple des échanges internationaux car l'une des parties de l'échange n'aurait aucune incitation à participer à l'échange.

<sup>73</sup> Schmitt montre que cette dette n'a pas un caractère libératoire du fait de l'impossibilité pour un agent économique de s'acquitter de ses obligations par la transmission simple de sa propre dette. Au second point (L'aspect monétaire) de cette section, nous verrons qu'en dépit de cette dette, l'économie doit s'endetter une nouvelle fois du fait du manque d'une dette de troisième degré qui constitue la dette bancaire.

$$(X_t + X_k + X_f) - (M_k + M_t + M_f) = 0 \quad (3)$$

$$X_t + X_k + X_f = M_k + M_t + M_f \quad (4)$$

Soient  $EX = X_t + X_k + X_f$  et  $IM = M_k + M_t + M_f$

En intégrant ces expressions dans l'équation (4) nous aboutissons à l'expression suivante :

$$EX = IM \quad (5)$$

Où  $CAB$ ,  $KAB$  et  $NFA$  sont respectivement les soldes du compte courant, du compte capital et du compte financier.

$X_t$  et  $M_t$  sont respectivement les exportations et les importations commerciales,  $X_k$  les exportations de capitaux et  $M_k$  les importations de capitaux.  $X_f$  et  $M_f$  représentent respectivement les exportations et importations financières.

$EX$  représente les exportations totales et  $IM$  traduit les importations totales.

L'expression de l'équation (5) est identique à celle de l'équation (1). Nous concluons donc que l'identité fondamentale de la balance de paiements internationaux établit l'égalité entre les exportations totales et les importations totales.

L'identité de la balance des paiements implique que, dans les échanges internationaux, aucun pays ne peut importer plus qu'il n'exporte et ne peut exporter plus qu'il n'importe. En d'autres termes, l'importation commerciale nette de chaque pays est compensée par une exportation de titres financiers dans la période et inversement, chaque pays compense son exportation nette par une importation future sur la période considérée. De ce fait, lorsqu'un pays a un déficit vis-à-vis du reste du monde, « *s'il n'est pas un pays avec une réserve de monnaie, il ne peut payer ses importations commerciales nettes qu'en s'endettant ou en réduisant ses réserves officielles en devises étrangères. Dans les deux cas, le pays (...) finance son déficit commercial par un excédent des comptes de capital et financier, c'est-à-dire par une vente nette de créances financières - même des créances financières nationales* » (Cencini, 2012a, p. 60-61, notre traduction)

Dans la balance des paiements, grâce à cette exportation de titres (IOU), le pays reçoit un crédit qui compense le débit supplémentaire généré par ses importations nettes. Ainsi, si le pays choisit d'emprunter, il apparaît que « *le crédit reçu aujourd'hui par [le pays] est échangé contre une promesse de remboursement à l'avenir* » (Jaffee et Stiglitz, 1990, p. 838, notre traduction). Cette promesse de remboursement vaut exportation comme exprimé dans la lecture approfondie de (Schmitt, 2014, p. 22, nous traduisons) lorsqu'il affirme qu'« *[a]u moment où [le pays en déficit] obtient 1 MR des prêteurs étrangers, il leur promet (en plus des intérêts) le remboursement de 1 MR. Cette promesse est univoque : les prêteurs étrangers deviennent propriétaires de 1 MR d'une valeur que l'économie A exportera à l'avenir* ». C'est pourquoi nous pouvons dire avec Cencini (2005, p. 79, notre traduction), qu'« *en vendant son titre financier au prêteur, l'emprunteur renonce ainsi à une partie de ses revenus futurs en échange d'un revenu présent. Enfin, l'achat de la production d'aujourd'hui par l'emprunteur est rendu possible par la vente actualisée de la production de demain. En ce sens, les transactions sur le marché du crédit impliquent des paiements aussi réels que ceux qui se produisent sur d'autres marchés* ».

Dans une perspective d'absorption, Krugman, Obstfeld et Melitz (2012, p. 301, notre traduction) indiquent également que « *un pays dont le compte courant est déficitaire importe la consommation actuelle et exporte la consommation future* ». Inversement, « *un pays ayant un excédent de la balance courante exporte sa consommation actuelle et importe sa consommation future* ». En s'endettant donc pendant la période concernée, les pays déficitaires compensent leurs importations nettes de la période en cédant inévitablement soit une partie de la propriété de sa production future soit un excédent antérieur ou un actif antérieur (réserves monétaires et d'or monétaire). Tout déficit extérieur est donc payé en termes réels sur la même période grâce à la cession d'une partie des exportations futures d'où la notion de dette réelle.

En résumé, lorsqu'un pays est déficitaire sur une période donnée, il ajoute à ses exportations compensant les importations (importations compensées suivant les termes de (Schmitt, 2014)) une exportation future de même valeur que les importations nettes. En décomposant les exportations totales (exportations compensées et exportations futures) et les importations totales (importations compensée et importations nettes) comme établi par Schmitt (ibid.), nous pouvons écrire autrement l'équation (5) comme suit :

$$X^+ + X^* = M^+ + M^* \quad (6)$$

Où  $X^+$  représente les exportations de la période considérée,  $M^+$  les importations compensées par les exportations de la période, et  $M^*$  et  $X^*$  représentent respectivement les importations nettes et les exportations futures qui compensent les importations nettes.

**TABEAU 4-1: IDENTITE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

<i>Economie A</i>			
Exportations		Importations	
Exportations	$x \text{ mR}$	Importations	$(x + y) \text{ mR}$
Exportations futures	$y \text{ mR}$		
Exportations totales	$(x + y) \text{ mR}$	Importations totales	$(x + y) \text{ mR}$

*Source : Cencini et Rossi (2015, p. 224)*

L'équation (6) est la traduction de l'identité de la balance des paiements. Elle montre le mécanisme par lequel l'équilibre entre les achats et les ventes est concrétisé. En effet, en investissant dans le pays déficitaire, les investisseurs étrangers deviennent logiquement propriétaire de la production future au moins égale à la valeur de leur investissement en plus des intérêts. Cette propriété des créanciers sur la production future des résidents du pays déficitaire ne peut être que la contrepartie de l'investissement étranger ou de l'importation nette de biens réels reçu(e) au cours de la période considérée. La dette contractée à travers l'importation nette des pays déficitaires finance ainsi une production future qui est cédée immédiatement au reste du monde à travers la promesse de remboursement que les créanciers reçoivent des débiteurs (ibid.). Le TABLEAU 4-1 illustre l'égalité entre les gains et les pertes réelles du pays A et R.

#### **4.1.1.2. L'aspect monétaire des paiements extérieurs**

Les paiements des économies modernes étant simultanément réels et monétaires, les règlements internationaux ne peuvent échapper à la règle. Cependant, dans l'économie internationale, cette simultanéité des paiements est mise en cause par la différence entre l'architecture monétaire domestique et l'architecture monétaire internationale. Ainsi, du fait de l'absence d'une véritable monnaie dans le système de paiements extérieurs actuels, les pays ont recours à un second emprunt pour satisfaire la contrainte qu'impose la règle. Plusieurs arguments soutiennent le besoin de financement monétaire dans le système monétaire international.



D'abord, qualifié de paiement en termes réels par Schmitt (2014, 2012b ) et Cencini (2016, 2017a, 2017b), cet aspect des paiements devrait logiquement suffire pour réaliser l'importation nette de la période comme dans les paiements domestiques où les flux réels et monétaires sont absolument identiques (Bailly, 2012, p. 111). Cette logique ne peut se manifester qu'à une seule condition : l'existence d'une monnaie internationale à part entière pour servir de moyen véhiculaire du contenu réel des paiements. Suivant Schmitt (2012b, p. 240, notre traduction) effectivement, *« la méthode par laquelle les paiements bancaires sont exécutés partout dans le monde, sans exception, est le crédit du vendeur, bien sûr, mais il est aussi, simultanément, c'est-à-dire dans un même mouvement (un flux de paiement), le débit équivalent de ce même vendeur »*. Ce procédé est rendu possible par la nature circulaire de la monnaie au niveau national.

A l'échelle internationale, un système de paiement rigoureux ne devrait pas échapper à cette règle fondamentale comme rapporté par Cencini et Citraro (2012, p. 262) lorsqu'ils expliquent que *« chaque paiement entre résidents et non-résidents ainsi que chaque paiement entre pays (ensembles de résidents) doit être enregistré comme un double crédit et un double débit, ce qui conduit inévitablement à un équilibre parfait entre les paiements enregistrés par chaque pays, et ceux enregistrés par tous les pays du monde pris ensemble »*. Toutefois, en absence de banque internationale donc de monnaie internationale, la relation tripartite entre le payeur, le payé et la banque (Parguez et Seccareccia, 2000b, p. 101) est altérée et la procédure normale des paiements internationaux devient biaisée. Cette dénaturation fait que les flux réels de débit-crédit<sup>74</sup> des différentes parties ne sont plus instantanément accompagnés de flux monétaires de crédit-débit qui permettent de libérer complètement le payé (pays en surplus) et le payeur (pays débiteur) au niveau international. Les flux sont essentiels pour tout paiement en économie moderne ; leur manque dans le système de paiement international peut être déduit de l'analyse de la balance de paiement.

Suivant le manuel de la balance des paiements internationaux chaque transaction donne lieu à un double enregistrement qui affecte les deux comptes composant la balance des paiements. Ce double enregistrement n'est toutefois pas instantané. En effet, une opération d'importation étant une exportation pour d'autres, les opérations sont enregistrées en exportation pour les exportateurs et importation pour les importateurs. Les opérations de capitaux sont également enregistrées séparément suivant que l'opération internationale porte

---

<sup>74</sup> Notons que ce flux permet de libérer les résidents (les agents économiques importateurs et exportateurs).

sur le capital ou le compte financier. Le double enregistrement n'est en réalité que simple car il crédite les pays exportateurs et débite les pays importateurs. Les contreparties en capital sont également enregistrées suivant les opérations des pays en capital. De ce fait, la comptabilité de la balance des paiements enregistre les opérations en terme réel, mais ne permet pas malheureusement de transmettre les paiements entre les pays. Comme l'affirme, Yeager (1968, pp. 37–39), le crédit inscrit dans la balance des paiements ne signifie pas que les exportateurs ont reçu le paiement monétaire nécessaire de leurs exportations. Réciproquement, le débit de la balance de paiement n'implique pas le paiement monétaire des importations par les importateurs. La dépense de revenu domestique par les résidents n'est pas suffisante pour finaliser le paiement du partenaire étranger. Bien que les résidents aient payés leur importation en termes réels, leur règlement doit être converti en monnaie étrangère par le pays en tant qu'ensemble.

Dans ces conditions, la conclusion sur la nature libératoire des paiements macroéconomiques est donc irrémédiable : la dépense de revenu par les résidents dans les paiements extérieurs n'est pas finale. Comme expliqué effectivement par Schmitt (1977b, p. 20), dans les règlements internationaux, *« entre les mains de vendeurs la promesse des acheteurs-émetteurs [(exportation d'une reconnaissance de dette)] ne vaut pas paiement : les créances sur les acheteurs ne sont pas des monnaies »*. L'exportation simple d'une reconnaissance de dette matérialisant le paiement réel du pays déficitaire n'a donc pas une nature libératoire. Le besoin d'une monnaie de transaction internationale demeure après l'exportation des titres de créance. Si les échanges internationaux étaient réalisés à dans un véritable système de paiement, le crédit et le débit des différentes parties ne seraient que la traduction simultanée des règlements monétaires et réels. Il s'avère donc qu'en absence d'une monnaie de paiement internationale, l'équilibre des valeurs économiques échangées entre résidents et non-résidents d'une économie ne se traduit pas par une égalité entre les dépenses et les recettes de chaque partie concernée par la transaction.

Ainsi, malgré la balance entre les biens cédés et les biens reçus, la contrainte d'équilibre entre les dépenses et les recettes reste à satisfaire. Cette contrainte n'est satisfaite que par la réduction des réserves en devises ou par un emprunt. Sur le marché des changes, elle se manifeste par une pression à la dépréciation du taux de change, dépréciation qui augmente autant le volume des engagements antérieurs du pays vis-à-vis du reste du monde. Le cas du Mexique est très révélateur du second coût lié au paiement des déficits extérieurs (Keynes,

1929c). En effet, suivant de nombreuses analyses (Whitt Jr, 1996b), la crise mexicaine tire sa source dans un excès d'endettement afin de faire face à la pression de dévaluation de la monnaie mexicaine<sup>75</sup>. Cet endettement révèle un autre coût des paiements d'importations effectués par les résidents mexicains. Le *'missing surplus'* et le *'missing capital outflow'* (Cencini et Citraro, 2012)<sup>76</sup> ne sont que les conséquences de l'absence de flux monétaire dans le processus de paiements internationaux. Si ce mystère est injustement attribué aux erreurs statistiques qui malgré l'amélioration de l'enregistrement des transactions internationales persiste et reste aussi grand qu'il l'était auparavant, il est en réalité le résultat de l'anomalie structurelle du système de paiement international (ibid, pp. 275-279). L'absence de flux simultanés à l'aspect réel des paiements a conduit à la marchandisation des monnaies domestiques qui sont devenues une finalité dans les échanges internationaux (Cencini et Rossi, 2015 ; Rossi, 2009b, 2009c, 2012a) plutôt que d'être un simple numéraire, d'où un second emprunt pour se procurer de ce numéraire étranger.

Le second emprunt s'impose aussi par la nature libératoire des paiements des économies modernes<sup>77</sup>. Si le contenu réel est la finalité des échanges qui sont entrepris dans les économies modernes, la transmission de ce contenu implique un "véhicule numérique" pour contenir les biens réels. En d'autres termes, la transmission du contenu réel des paiements nécessite de satisfaire la contrainte de paiement en termes monétaires en acquérant le moyen véhiculaire. En effet, « *si l'on considère l'ensemble du processus économique du point de vue monétaire, on peut constater que ses trois étapes, c'est-à-dire la création, le transfert et la destruction des revenus, impliquent la présence de la monnaie à la fois comme unité de compte et comme instrument ou "véhicule" de circulation* » (Cencini, 1995, p. 17, notre traduction). De ce fait, entre la création économique des biens (assurée par la monnaie en tant qu'unité de compte) et la consommation (destruction de revenu), le rôle véhiculaire de la monnaie assure le transfert des biens réels entre payeur et payé afin de faire aboutir le processus de la destruction. Comme

---

<sup>75</sup> L'objet de ce travail étant d'analyser le lien entre le système de paiement et la crise d'endettement souverain, nous nous intéresserons uniquement à l'analyse des emprunts extérieurs générés par les déficits extérieurs. L'analyse du coût lié à la fluctuation du change est explicitée par Schmitt (1984a) et Cencini (1995, 2000a).

<sup>76</sup> Ce concept caractérise le mystère de la non-nullité de la somme des soldes commerciaux des différents pays du monde dont les analyses économiques internationales peinent à trouver une explication juste.

<sup>77</sup> Si les analyses classiques concevaient les économies contemporaines comme des économies de troc (économies d'échange relatif), les analyses économiques modernes nous enseignent que l'existence du troc n'est qu'un leurre car en plus d'ignorer les flux monétaires qui sont invisibles par leur nature, ces analyses ignorent le rôle véhiculaire que joue la monnaie à travers ces flux. Le terme économie moderne fait référence au fonctionnement des économies contemporaines qui sont des économies d'échanges absolus par opposition aux économies d'échanges relatifs (Bailly, 2017 ; Keynes, 1978c ; Schmitt, 2012b).

expliqué par Schmitt (1966, p. 151), si « *la monnaie n'est pas un bien consommable, (...) elle trouve son utilité en liaison avec l'ensemble des biens produits qu'elle doit « véhiculer » et écouler* ». Cette nature circulaire dévolue à la monnaie dans les échanges est connue sous le nom de “grande roue de la circulation” chez Adam Smith (1981). Dans la perception de Smith, la monnaie véhiculaire joue seulement le rôle de moyen de paiement c'est-à-dire qu'elle fait circuler les biens réels des échanges sans pour autant être la finalité de ces échanges. Selon Smith (1981, p. 289), la monnaie véhiculaire « *est tout à fait différent des marchandises qui circulent par son intermédiaire. Le revenu de la société est constitué par ces biens, et non par la roue qui les fait circuler* ». Le rôle véhiculaire est donc un impératif dans les paiements internationaux. L'analyse de Bailly, Cencini et Rossi (2017, p. xxv) établit que tout paiement final nécessite un véhicule monétaire qui définit la nature circulaire de toute monnaie.

Toutefois, la nature circulaire ne peut se manifester qu'en présence d'une monnaie bancaire<sup>78</sup>. Suivant Cencini (1995, p. 3, notre traduction) en effet, « *l'analyse des flux circulaires d'argent et de revenus nous apprend que les banques ne peuvent créer qu'un moyen de paiement véhiculaire et adimensionnel dont le contenu, le pouvoir d'achat proprement dit, provient des personnes exerçant une activité de production. Les banques sont donc chargées de la double fonction d'émettre la monnaie véhiculaire (nominale) nécessaire à la circulation de la production et de prêter le revenu (monnaie réelle) généré par la production et entré par elles sous forme de dépôt bancaire* ». En d'autres termes, le véhicule monétaire est créé dans une relation tripartite où la banque émet simultanément une dette et une créance et permet d'assurer la circulation des propriétés de biens réels qui lui ont donné naissance. Selon Parguez et Seccareccia (2000, p. 101, nous traduisons), « *accepter une dette bancaire en paiement, c'est acquérir un droit sur la production existante et future qui sera créée par les agents ayant bénéficié d'un crédit bancaire* ». L'utilisation véhiculaire garantit donc le caractère libératoire des paiements comme rapporté par Cencini, Gnos, et Rossi (2016, p. 71, notre traduction) lorsqu'ils indiquent que les « *paiements sont effectués par l'utilisation circulaire de la monnaie, mais leur caractère final ou "libératoire" est déterminé par ce que la monnaie "transporte" ou transmet dans son flux* ». L'emprunt du véhicule s'impose alors, du fait du manque d'une institution supranationale pour fournir le véhicule dans la relation tripartite des

---

<sup>78</sup> La monnaie bancaire se réfère à la monnaie au sens large et non à l'institution bancaire uniquement. Le concept est largement discuté par Baer (2015).

paiements, afin de prolonger internes des résidents à l'extérieur comme précédemment expliqué dans le cas des paiements interbancaires.

En outre, suivant le manuel de la balance des paiements, l'emprunt monétaire apparaît implicitement dans l'analyse du principe d'enregistrement sous l'angle des paiements monétaires générés par les transactions internationales. Si la balance des paiements n'enregistre que les valeurs économiques échangées entre un pays et le reste du monde comme l'affirme Yeager (1968, p. 36, notre traduction), « *[les] transactions ne sont pas classées en fonction des recettes ou des paiements réels d'argent qui peuvent ou non avoir lieu. Elles sont plutôt classées en fonction du sens du paiement qu'elles entraîneraient normalement tôt ou tard, que de l'argent soit ou non versé dans chaque transaction* »<sup>79</sup>. L'enregistrement des dépenses et recettes est accompli grâce à la comptabilité horizontale en partie double qui est le deuxième principe d'enregistrement des comptes internationaux. Suivant le FMI (2009, p. 35), « *le concept de comptabilité horizontale en partie double est utile pour établir des comptes qui reflètent les relations économiques mutuelles entre deux unités institutionnelles différentes de manière cohérente* ». Ce principe « *garantit la cohérence de l'enregistrement par les contreparties pour chaque catégorie de transaction* » (ibid.). Autrement dit, pour une transaction donnée (une importation ou exportation), la comptabilité horizontale s'intéresse aux paiements (contreparties) enclenchés par la transaction plutôt que l'échange de valeurs économiques générées par la transaction (cet échange est enregistré suivant le principe de la comptabilité verticale en partie double). Le principe de la comptabilité horizontale consiste à débiter le payeur (le pays importateur) et à créditer le payé (le pays exportateur). Dans ce sens, lorsqu'un pays importe plus qu'il n'exporte, ses dépenses vis-à-vis du reste du monde excèdent ses recettes. Il est soumis inévitablement à un second emprunt dans la mesure où les dépenses excédentaires générées par les importations nettes de biens et services ne sont pas compensées par une recette d'exportations de biens et services.

En résumé, les paiements en devises découlant des échanges de biens et services engendrent une seconde contrainte que les pays déficitaires doivent satisfaire dans le paiement de leurs importations nettes. Selon Schmitt (2014), cette contrainte permettant pour chaque

---

<sup>79</sup> En principe, s'il existait une monnaie internationale, les valeurs économiques échangées entre les pays seraient par la même opération monétisées en cette monnaie et servirait de véhicule immédiatement. Malheureusement, l'absence d'une telle monnaie fait que l'échange des valeurs économiques ne s'accompagne pas simultanément des dépenses et recettes de chaque pays. C'est pourquoi Yeager (1968) soutient que le terme "paiement" dans la balance des paiements est un abus de langage.

pays d'égaliser ses recettes à ses dépenses est la source du second emprunt. Nous pouvons représenter cette contrainte sous forme d'équation. Soient  $R^+$  les recettes issues des exportations de biens de la période du pays A et  $R^*$  l'emprunt de devises manquant pour le paiement des importations nettes.  $D^+$  et  $D^*$  représentent respectivement les dépenses dans le paiement des importations de même valeur que les exportations et les dépenses dans le paiement des importations nettes.

$$R^+ + R^* = D^+ + D^* \quad (7)$$

L'équation (7) traduit la seconde contrainte qui s'impose aux pays déficitaires. L'emprunt de  $R^*$  au pays excédentaire R, augmente les gains monétaires du pays A de la même montant que ses dépenses. Ce gain est immédiatement utilisé dans le paiement des exportateurs étrangers. Il apparaît que cet emprunt finance les paiements en devises des importations nettes. Le TABLEAU 4-2 exprime la source du financement monétaire du paiement des importations du pays A.

**TABLEAU 4-2 : PAIEMENTS MONÉTAIRES DES ÉCHANGES INTERNATIONAUX**

<i>Pays A</i>			
Recettes		Dépenses	
Recettes	$x mR$	Dépenses	$(x + y)mR$
Emprunt extérieur	$y mR$		
Recettes totales	$(x + y)mR$	Dépenses totales	$(x + y)mR$

*Source : adapté à partir de Cencini et Rossi (2015, p. 224)*

En somme, le règlement des déficits extérieurs donne lieu à deux emprunts. Le premier est supporté par les résidents est dit l'emprunt en termes réels (TABLEAU 4-1). Le second emprunt vient de la nécessité de prolonger les règlements effectués par les résidents au-delà de l'espace monétaire. Dans ces conditions, le pays en tant qu'ensemble souverain est contraint d'emprunter les devises nécessaires qui vont de véhicule des biens et services (TABLEAU 4-2).

#### 4.1.2. Analyse de la parité du double emprunt

Après avoir disséqué le processus de paiements extérieurs en un double besoin de financement, il est essentiel de comprendre que les deux emprunts permettant de financer le déficit extérieur vont de pair. Autrement dit, il s'agit d'appréhender si la satisfaction d'un des

deux besoins de financement du déficit extérieur permet de financer instantanément le second besoin de financement du même déficit. Cette analyse permet de vérifier si les pays supportent ou non un double coût généré par le double besoin de financement de leurs déficits. En effet, comme l'a montré le chapitre 2, bien que les paiements domestiques aient un aspect monétaire et un aspect réel à la fois, ils ne chargent pas doublement les pays. Cela s'explique par le fait que l'aspect monétaire et l'aspect réel des paiements domestique traduisent une seule et même. La monnaie émise gratuitement par l'institution de paiement sert véhicule pour les biens et services. Si les mêmes conditions sont vérifiées dans les règlements internationaux, alors les paiements des déficits extérieurs ne sauraient être doubles. Après avoir exposé l'analyse classique du coût des paiements extérieurs, nous faisons une analyse macroéconomique des différents emprunts pour mieux appréhender les coûts qui y sont associés.

#### **4.1.2.1. Analyse classique du coût des différents emprunts**

Les paiements en termes réels et ceux en termes monétaires ne sont pas des concepts nouveaux dans l'analyse de l'endettement des pays. Toutefois, si l'analyse dominante admet ce double aspect du service de la dette, il ne saurait constituer un dysfonctionnement dans le système monétaire international.

Dans ce point, dans un premier temps, nous passons en revue l'existence des deux aspects des paiements extérieurs dans l'analyse classique de l'économie internationale. Dans un second temps, nous faisons une revue critique du coût simple du paiement des déficits extérieurs dans l'analyse classique.

##### ***a. Le double besoin de financement dans les analyses économiques classiques***

Si Schmitt et Cencini divisent méthodiquement les deux emprunts nécessaires pour le paiement de la dette extérieure, certaines analyses de l'économie internationale les admettent de façon explicite ou implicite. Le double besoin de financement s'aperçoit chez Sakbani dans son analyse sur le problème d'endettement des pays développés. Selon Sakbani (2012, p. 95, notre traduction), « *le titre de ce chapitre<sup>80</sup> indique que les États-Unis et les pays fortement endettés de la zone euro ont un double problème d'endettement : un déficit de la balance des*

---

<sup>80</sup> Le titre dudit chapitre est: "The dual debt problem in the US and in Europe: are policy makers addressing the right issues?"

*paiements [courants], qui engendre la nécessité d'emprunter à d'autres pays, et un problème de dette souveraine, qui engendre la nécessité d'emprunter partout ».*

De son côté, Feldstein (1986, p. 3, nous traduisons) affirmait plus tôt que *« la charge à laquelle sont confrontés les pays débiteurs ne consiste pas seulement à libérer les ressources nationales pour assurer le service de leur dette internationale mais, plus important encore, à le faire de manière à convertir ces ressources en devises »*. En d'autres termes, pour Feldstein si le paiement de la dette en termes réels est nécessaire, il n'est pas suffisant pour libérer les pays endettés du poids de la dette. La dette n'est acquittée que lorsque ce paiement en termes réels est accompagné d'un paiement en termes monétaires.

Pour Krugman (1989), l'investissement étranger pas suffisant pour permettre de servir la dette. Selon son analyse effectivement *« on ne peut pas compter sur les investissements étrangers directs pour fournir le financement que les banques n'ont pas réussi à fournir, et les systèmes tels que les échanges dette-fonds propres sont beaucoup plus problématiques que ce que leurs promoteurs semblent avoir apprécié »* (Krugman, 1989, p. 296, nous traduisons). Krugman admet implicitement que les paiements réels à eux seuls ne permettent pas de financer les pays endettés ni les plans permettant la réduction du volume de la dette car tôt ou tard, le problème de paiement monétaire (problème de liquidité) va refaire surface.

Dans son commentaire sur les travaux de Eichengreen et Portes (1989), qui comparent les caractéristiques des crises d'endettement des années 1930 à celles des années 1980, Skiles (1989) met en évidence la nécessité de financer doublement le service de la dette extérieure. En effet, selon ses explications, elle explique que *« l'expérience des années 1930 et 1980, une crise du service de la dette impose deux charges à un pays débiteur : (1) la charge des transferts, qui résulte de la nécessité pour le pays de dégager un excédent du commerce extérieur pour assurer le service de la dette ; et (2) une charge budgétaire, qui survient lorsque le secteur public détient une part substantielle de la dette. En d'autres termes, les pays débiteurs doivent générer à la fois un excédent commercial et un excédent budgétaire afin de maintenir le service de la dette extérieure lorsque les entrées de capitaux extérieurs se sont tariées ou ne sont plus suffisantes. En fait, la contrainte budgétaire a peut-être été encore plus contraignante dans les années 1930 que dans les années 1980, puisque les marchés de capitaux intérieurs étaient inexistant dans de nombreux pays débiteurs »* (Skiles, 1989, p. 134, notre traduction). Que le pays fasse défaut ou pas, selon Skiles, la double contrainte de financement s'observe toujours. Si l'analyse de Eichengreen et Portes (1986, 1989) soutient que les pays



faisant défaut s'adaptent mieux à la conjoncture économique que les pays qui respectent leur engagement vis-à-vis de l'extérieur, Skiles renchérit que le défaut décharge le pays de la satisfaction d'une de ces contraintes, ce qui lui permet d'avoir plus de ressources pour s'adapter aux chocs économiques. En d'autres termes, le défaut améliore la situation économique des pays car il permet aux pays soit de préserver leurs faibles niveaux de devises pour continuer les importations, soit de réduire la contrainte fiscale ce qui permet aux pays de maintenir leur niveau de croissance.

En somme, l'existence du double aspect des paiements extérieurs n'est donc pas en soi une nouveauté. La double contrainte des paiements extérieurs apparaît effectivement dans l'analyse dominante sous forme de contrainte budgétaire ou de ressource interne et de celle de transfert. La contrainte de ressources internes équivaut au besoin de paiement en termes réels. La contrainte de transfert équivaut à la contrainte de paiement en termes monétaires.

***b. Du double besoin de financement au coût unique des paiements du déficit extérieur***

Dans la littérature économique, l'existence de deux besoins de financement ne se traduit pas par deux coûts distincts que les pays supportent dans le paiement de leur déficit extérieur. Suivant de nombreuses analyses, la question du double coût de paiement de déficit extérieur ne se pose pas. Les pays déficitaires satisferaient ainsi la double contrainte des paiements extérieurs en s'endettant une seule fois ou en ne supportant qu'un seul coût dont la valeur est égale à celle du déficit concerné. Deux raisons essentielles justifieraient l'existence d'un coût unique pour financer les déficits extérieurs des pays.

D'abord, les deux contraintes de financement se substitueraient l'une à l'autre. Dans cette situation, la satisfaction de l'une entraînerait la satisfaction immédiatement de l'autre contrainte. En d'autres termes, l'aspect monétaire n'est que l'expression de l'aspect réel. Inversement, les paiements en termes réels ne sont qu'une autre manière de payer monétairement les déficits extérieurs. C'est dans ce sens que Krugman, Obstfeld et Melitz (2012, p. 468) affirment que :

*« nous avons défini la balance des paiements d'un pays (ou solde des règlements officiels) comme les achats nets d'actifs étrangers par la banque centrale du pays d'origine moins les achats nets d'actifs nationaux par les banques centrales étrangères. Vu sous un autre angle, la balance des paiements est égale au solde du compte courant plus le solde du compte de capital moins la composante hors réserve*

*du solde du compte financier, c'est-à-dire l'écart des paiements internationaux que les banques centrales doivent financer par leurs opérations de réserve ».*

Il se déduit de l'assertion de Krugman, Obstfeld et Melitz (2012) que les deux contraintes de financement du déficit extérieur ne sont pas en concomitance. En d'autres termes, la satisfaction de la contrainte de paiement réel empêcherait l'apparition de la contrainte de paiement monétaire et vice versa. Bien que l'existence des deux contraintes de financement du déficit extérieur soit une certitude suivant cette analyse, elles se substitueraient entre elles. De ce fait, les deux besoins de financement ne peuvent apparaître tous à la fois. Lorsque le déficit est financé par l'emprunt réel, il procurerait simultanément les devises nécessaires pour le paiement monétaire. Inversement, l'emprunt monétaire va avec l'emprunt réel. L'argument centrale est que lorsqu'un pays est déficitaire pour une période considérée, pour servir cette dette, une exportation nette de même montant suffirait pour procurer les devises nécessaires pour satisfaire la contrainte de paiement monétaire. Il serait alors absurde de déduire de la duplication du coût de paiement des déficits extérieurs.

Nonobstant la popularité de cette idée, sa véracité repose implicitement sur une hypothèse forte au détriment d'une des lois fondamentales qui gouverne la science macroéconomique. En effet, les paiements monétaires et les règlements en valeur économique ne peuvent représenter les mêmes réalités au niveau international que lorsque le revenu domestique peut être détruit sur une production étrangère. Dans ce cas il n'y aura pas de différence entre les monnaies des différents pays. Les deux contraintes ne peuvent se substituer entre elles que sous l'hypothèse d'une absence de frontières monétaires. L'identité macroéconomique suivant laquelle aucune monnaie ne peut transmettre les paiements hors de sa zone d'émission invalide une telle hypothèse.

Aussi, comme démontré par Cencini (1995, pp. 282–289) et Cencini et Schmitt (1991, pp. 11–23), l'existence d'une dette extérieure entre les pays tient essentiellement à la différence des moyens de paiement des pays donc de la monnaie en tant que dette-créance. Autrement dit, l'hypothèse sur laquelle la substitution des deux contraintes de financement pourrait se fonder ne peut se vérifier que lorsque les échanges s'établissent à l'intérieur d'une seule et unique zone monétaire donc à l'intérieur d'une même économie. Cette thèse admet également que tout en finançant la production future de l'économie domestique, la satisfaction d'une seule contrainte par emprunt extérieur pourrait aussi satisfaire la contrainte de paiement en devises engendrée par le déficit extérieur. En d'autres termes, l'emprunt extérieur permettant de

satisfaire la contrainte de paiement réel en finançant la production future satisferait simultanément la contrainte de paiement des exportateurs en devise. Comme expliqué par Schmitt, il n'est pas possible qu'un seul emprunt puisse satisfaire deux besoins différents de financement.

De son côté, Meade (1957) relativise la charge de l'emprunt réel en la fusionnant dans les paiements monétaires induits par les importations nettes. En d'autres termes, les deux emprunts traduisent la même réalité où les paiements monétaires ne seraient que les conséquences des paiements réels. Selon Meade (1957, pp. 380–381, notre traduction) effectivement,

*« le maintien de l'équilibre global de la balance des paiements d'un pays n'est pas un critère aussi précis qu'il y paraît à première vue. Il est évident que, puisque certains pays prêteront naturellement et à juste titre à l'étranger ou emprunteront à l'étranger à des fins commerciales et de développements ordinaires, par équilibre de la balance des paiements, nous n'entendons pas une égalité entre les paiements courants et les recettes courantes. Nous nous intéressons à l'équilibre de tous les paiements et recettes courants et en capital normaux ».*

Il apparaît dans l'analyse de Meade que si l'équilibre de la balance des paiements est réalisé à tout moment, cela ne se traduit pas par l'équilibre entre les dépenses monétaires et les recettes monétaire. Dans ces conditions, les pays devraient satisfaire cette contrainte malgré l'égalité des échanges de biens réels que traduit l'identité de la balance des paiements.

Toutefois, en dépit de la distinction d'un double aspect des règlements fait par Meade (1957), les paiements extérieurs ne chargent pas doublement les pays déficitaires. Suivant son analyse, l'emprunt qui pèserait sur les pays déficitaires est celui conduisant au paiement en devises des déficits extérieurs. L'emprunt des devises permettrait d'établir l'équilibre global c'est-à-dire que par un seul emprunt, les pays peuvent satisfaire la contrainte de paiement en termes réels et les règlements en termes monétaires. Les paiements réels ne seraient que la traduction de ceux monétaires. En fusionnant les paiements effectués en termes réels dans les paiements en termes monétaires, implicitement, Meade conçoit que l'objet des devises empruntées pour le paiement du déficit courant peut être des revenus domestiques (production domestique).

Aussi, si Meade aboutit à une charge unique de la dette, c'est parce qu'il conçoit que l'aspect réel exprimé par l'équilibre de la balance des paiements traduirait la même réalité que

les paiements en termes monétaires. Dans ces conditions, l'identité de la balance des paiements ne serait qu'une simple formalité à laquelle la comptabilité des opérations internationales devrait se conformer.

De plus, il est inexact de concevoir ou de justifier la dette monétaire du fait du non remboursement de la dette réelle par le pays déficitaire car comme l'explique Cencini (2017b, p. 5, nous traduisons), cette conception « *ne tient pas compte du fait que le montant de devises étrangères, égal à 1 MR, prêté par R est toujours disponible dans A. En particulier, le montant obtenu de R pourrait être utilisé pour augmenter les réserves officielles et/ou privées de A, auquel cas la dette de A envers R serait équilibrée par le crédit des réserves de A envers le reste du monde* ». La conception de Meade sur le coût des deux emprunts est alors problématique.

En somme, les analyses sur les paiements extérieurs font apparaître un double aspect des emprunts extérieurs nécessaires pour financer le déficit extérieur. Toutefois, leur méthode esquive la nature de la monnaie dans les paiements et les conclusions aboutissent à une analyse dichotomique de la monnaie dans les paiements<sup>81</sup>. Ainsi, les auteurs arrivent à la conclusion que le double aspect des paiements ne dériverait pas en un double paiement dans la mesure où une fois la « monnaie achetée » sur le marché de change par exemple, le paiement des biens réels ne constituerait plus un coût supplémentaire. De ce fait, les paiements internationaux ne relèveraient d'aucune pathologie dans la mesure où chaque déficit engendrerait une dette égale malgré le double aspect qui apparaît dans les analyses. Cependant, cette conclusion ne subsiste pas une fois qu'elle est examinée à la lumière des identités macroéconomiques. En effet, conclure sur le coût unique des paiements extérieurs dans cette situation revient à affirmer qu'en lieu et place de procurer un revenu libellé en monnaie domestique, la production nationale peut procurer aussi des revenus libellés en devises. Il est alors important d'analyser le fond de chacun de ces emprunts conformément à ces identités.

L'analyse des auteurs n'arrive pas à se détacher de leur conception marchandise de la monnaie. En effet, en concevant la monnaie comme une marchandise, les auteurs arrivent à substituer l'aspect réel des paiements à leur aspect monétaire. En effet, en tant que marchandise, la monnaie devient l'équivalent général et s'échangerait dans tout paiement contre les biens réels et inversement. Ainsi, lorsque l'aspect monétaire des paiements est

---

<sup>81</sup> Suivant les analyses de la macroéconomie moderne, la monnaie naît et se détruit instantanément à chaque fois que les paiements sont effectués dans les économies. Elle ne peut donc être dichotomique.

satisfait, l'aspect réel serait nécessairement satisfait. Toutefois, l'hypothèse de la monnaie marchandise qui soutient cette conclusion est contraire à la véritable nature des monnaies qui sont des flux sans valeur intrinsèque. Dans ces conditions, nous ne pouvons pas dire que la satisfaction de la contrainte monétaire des paiements permet de satisfaire la contrainte réelle puisque celui-ci ne transfère aucune valeur économique au partenaire qui constitue la finalité des paiements. Une meilleure perception du coût du double emprunt nécessite d'analyser celui-ci dans le respect de la véritable nature de la monnaie.

#### **4.1.2.2. Analyse macroéconomique du coût du double emprunt**

Dans la première partie de ce travail, nous avons montré que l'aspect monétaire et l'aspect réel des paiements domestiques sont les deux faces d'une même pièce. Cette homogénéité s'explique par le fait que l'aspect réel des paiements a même contenu (biens réels) que les paiements en termes monétaires dans la mesure où la monnaie est gratuitement fournie par le système monétaire pour véhiculer les biens réels. Les paiements en termes réels et ceux en termes monétaires traduisent une même réalité et ne coûtent au payeur que la valeur des biens réels transités.

Par analogie, au niveau international, les paiements en termes monétaires et ceux en termes réels seront à charge unique si et seulement si leur contenu est homogène. L'analyse des différents objets est donc capitale pour déterminer le coût des deux emprunts permettant de financer les paiements extérieurs.

Tel que défini par Schmitt (2012a, 2014), Cencini (2017a, 2017b) et Cencini et Rossi (2015b, p. 204-225), le premier paiement permet aux différents pays d'égaliser les valeurs économiques échangées. Ce paiement est imposé par l'identité de la balance des paiements internationaux elle-même inspirée de la loi macroéconomique imposant l'égalité entre les achats et les ventes. A cet égard, les pays déficitaires réalisent cet équilibre en cédant, à la période considérée, une partie de leurs exportations futures. Cette cession s'aperçoit aisément dans les dépenses de revenu domestique par les résidents. En dépensant leur revenu dans les paiements extérieurs, les résidents renoncent absolument à la consommation immédiate d'une partie du contenu de ce revenu. Ce revenu est investi dans une production future dont la propriété est immédiatement cédée à l'économie partenaire. Cet engagement permet de satisfaire la contrainte de paiements en termes réels. Du côté de l'économie en surplus, le gain des produits futurs cédés par les économies déficitaires sur la période concernée leur permet

d'égaliser le niveau de la valeur économique reçue à celle cédée. Ainsi, la contrepartie de l'importation nette porte sur la cession immédiate d'une partie de la production future de l'économie déficitaire. Inversement, la contrepartie de l'exportation nette porte sur le gain immédiat par l'économie en surplus de la propriété sur une partie de la production future des économies importatrices nettes. Le contenu des paiements en termes réels est donc une production future de l'économie déficitaire, l'économie du pays A dans notre exemple, d'où la qualification de paiements en termes réels. La dépense du revenu constitue le premier coût des paiements extérieurs. Les résidents de l'économie importatrice ayant payé de leur revenu, ils sont libres de tout engagement.

Le second paiement dans l'analyse de (Schmitt, 2014, p. 20) permet à chaque pays d'équilibrer le niveau du règlement monétaire de chaque partie (pays déficitaire et pays excédentaire). Pour le pays déficitaire en tant qu'ensemble souverain, il s'agit d'augmenter le niveau de ses recettes par emprunts afin de satisfaire les dépenses monétaires supplémentaire générées par les importations nettes. Si tel n'est pas le cas, il ne pourra pas effectuer les paiements en devises que nécessite les paiements extérieurs. Pour les pays excédentaires, le niveau des dépenses s'élève au niveau de ses recettes générées par les exportations nettes grâce au prêt qu'ils accordent aux pays déficitaires. Le premier est le paiement monétaire de la production future que l'économie déficitaire leur a cédé la propriété conformément à l'identité de la balance des paiements. En effet, suivant (Schmitt, 2014, p. 20, notre traduction), « *au moment où [une économie déficitaire] obtient 1 MR des prêteurs étrangers, elle leur promet (en plus des intérêts) le remboursement de 1 MR. Cette promesse est univoque : les prêteurs étrangers deviennent propriétaires de 1 MR d'une valeur que [l'économie déficitaire] exportera à l'avenir. C'est l'exportation qui est essentiellement en jeu, puisque les partenaires en question sont des étrangers* ». En d'autres termes, « *dès que le prêt international d'une monnaie a pour fonction et pour effet d'augmenter les recettes d'un pays déficitaire, de les porter au niveau de ses importations totales, il change de nature : il devient le paiement d'une future exportation de biens réels* » (ibid, p.38). De ce fait, la somme de monnaie reçue sur la période sous forme de prêt constitue en réalité le paiement réel d'une partie des exportations futures de l'économie déficitaire. L'objet du paiement monétaire du pays importateur net est, au contraire, une somme de devises. En effet, « *l'objet du premier prêt obtenu par l'économie A fait partie de son futur produit et non une somme de MR, un second prêt de même valeur est nécessaire à A pour payer ses importations nettes* » (Cencini, 2017b, p. 5, nous traduisons).

Nous déduisons alors que cette contrainte est imposée par l'absence d'une monnaie à l'échelle internationale pour transmettre les paiements internationaux. Dans le processus de paiement international, la monnaie assurerait effectivement -comme dans les économies domestiques- que « *toute marchandise [soit] identiquement réelle et monétaire* » (Bailly, 2012, p. 111, nous traduisons) et de ce fait, « *on ne peut donc observer aucun échange relatif de monnaie contre une production physique* » (ibid). En clair, la monnaie internationale monétiserait les transactions (Schmitt, 1984b, p. 22; 60) ce qui fournirait le véhicule monétaire que les pays déficitaires empruntent sur le marché financier international pour transmettre le paiement de leurs résidents.

Toutefois, contrairement à l'économie nationale où l'intermédiation monétaire des banques évite que la monnaie soit une finalité de l'échange dans les règlements domestiques, dans les paiements internationaux, la monnaie « *est immanquablement un bien final, alors qu'[elle] est strictement un objet d'intermédiation dans les paiements nationaux* » (Schmitt, 1984a, p. 67). En conséquence, « *les devises gagnées dans les exportations sont des actifs nets dans les avoirs, privés ou officiels ; inversement, le paiement des importations implique l'emploi net de ressources, qu'elles soient déjà dégagées ou qu'elles soient « avancées » sur des revenus futurs* » (ibid, p.68). L'objet du second paiement des importations est donc nécessairement une somme de monnaie étrangère. Cette altération de la nature des monnaies domestiques que les analyses de Rossi (2009b, 2009a, 2012a) et Cencini Rossi (2015) rapportent comme étant la cause du non-système monétaire international et en partie des crises financières internationales.

A l'opposé des paiements domestiques où les objets des différents paiements portent sur des biens réels de l'économie domestique, les deux objets qui composent le processus de paiements internationaux diffèrent l'un de l'autre. En effet, dans le processus de paiement international, pendant que le paiement réel comme son nom l'indique a pour objet des biens réels, l'objet de l'emprunt monétaire est une somme de devises. Cette différence n'est que la traduction du double coût des déficits extérieurs auquel de nombreux pays sont injustement soumis bien que leur importation nette de biens réels ne s'élève qu'à la valeur de leur déficits extérieurs.

Les pays endettés supporteraient un seul coût dans le processus de paiement de leur déficit à condition que l'emprunt monétaire augmente le compte de réserve en devises de ce montant comme expliqué par Cencini (2017a, p. 148). Cependant, dès qu'empruntée au reste

du monde, la somme de monnaie est immédiatement dépensée dans le paiement de l'exportateur si bien qu'elle disparaît du compte de réserves (Cencini, *ibid.*). Par conséquent, dissoudre la charge des deux emprunts en un seul coût, comme admis dans les analyses en coût simple, implique que les devises auraient pour objet la production domestique ou alors que les revenus monétaires domestiques auraient pour objet des biens réels étrangers. Dans ce cas, les deux économies partageraient la même monnaie<sup>82</sup>, la notion de pays disparaîtrait et il serait absurde de parler d'endettement souverain<sup>83</sup>. Or, comme avancé par (Schmitt, 2014, p. 5, Nous traduisons), « *Il serait incohérent de dire que le produit extérieur est l'objet des revenus monétaires formés dans le [pays domestique]* ». Ainsi, dès que l'économie importatrice nette et celle en surplus partagent des moyens de paiement différents, le pays déficitaire est absolument soumis au paiement double de son déficit extérieur. Si le premier paiement effectué en termes réels charge les résidents du pays déficitaire<sup>84</sup>, c'est le second paiement, sous son aspect monétaire, incombant au pays en tant qu'un ensemble qui donne tout le sens à la notion de dette souveraine et qui double injustement le paiement ordinaire des résidents du pays importateur net. Il apparaît, après agrégation des flux de paiements, que le pays déficitaire effectue une dépense monétaire nette dans la période considérée. Tout le dysfonctionnement de la présente architecture monétaire internationale dérive de cette dépense nette de devise générée par les importations nettes. Ces devises n'étant pas gratuitement fournies par une institution de règlement international, l'existence de ces dépenses nettes pour acquérir le moyen de paiement traduit l'évidence d'un second emprunt qui coûte aux pays déficitaires.

Les pays déficitaires doivent donc satisfaire une double contrainte afin de financer leur déficit vis-à-vis de l'extérieur. En plus de céder gratuitement des biens réels futurs aux pays excédentaires, dans le besoin de véhiculer l'objet (biens réels) pour lequel les échanges ont été entrepris, ils sont astreints de se procurer des devises. Si l'emprunt réel est effectivement censé financer une partie de la production future cédée par le pays A au reste du monde R, il est immédiatement dépensé dans le paiement des exportateurs en dépit de la concession des biens réels futurs de l'économie déficitaire. En d'autres termes, le pays déficitaire paie en devise ses

---

<sup>82</sup> Il ne s'agit pas seulement de la monnaie en tant qu'unité de compte, comme c'est le cas de la zone euro, mais aussi en tant que moyen de paiement. L'analyse de Cencini (2012a, pp. 16–21, 2016a, pp. 88–91) dégage les conditions sous lesquelles on peut dire que des pays partagent une monnaie commune.

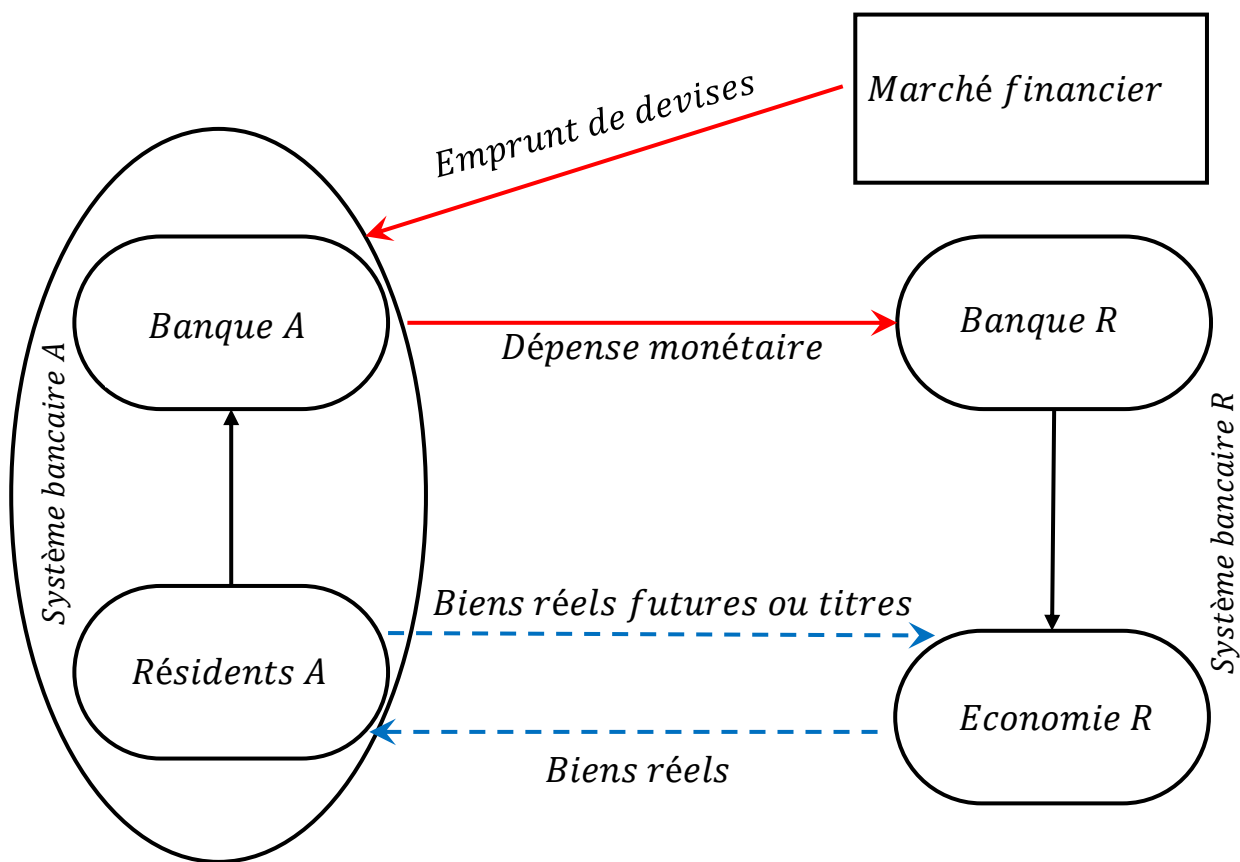
<sup>83</sup> L'exemple des États-Unis ou du Royaume-Uni montre qu'il ne peut exister une dette souveraine entre les différents États aux États-Unis, et les différentes nations dans le Royaume-Uni tel que démontré par Cencini (1995, pp. 282–293) et Cencini et Schmitt (1991, pp. 11–23)

<sup>84</sup> La charge supportée par les résidents se constate aisément par la réduction de leur revenu lors des opérations de paiement.



importations nettes alors qu'une partie de ses exportations futures est gratuitement cédée au reste du monde. Ainsi, en obtenant des biens réels sur la période considérée, l'économie A perd une partie de sa production future en plus de la perte de devises empruntées par le pays en tant qu'un ensemble comme décrit par la FIGURE 4-1. La FIGURE 4-1 montre également que les pays excédentaires ne tirent pas profit du double paiement extérieur car ils ne reçoivent qu'un paiement unique tandis que le second paiement alimente les bulles financières sur le marché financier.

**FIGURE 4-1 : PAIEMENT DES DEFICITS EXTERIEURS : PAIEMENTS FINANCIERS (REEL) ET MONETAIRE**



Source : adaptée à partir des figures de Rossi (2004, p. 18) et Schmitt (2014, p. 74)

À partir de l'analyse des comptes de la balance des paiements, nous pouvons déduire du double coût des emprunts internationaux. Pour ce faire, nous l'illustrons par l'utilisation du compte financier des pays ou du marché de change.

### **a. Financement du déficit par le compte financier et duplication**

Les analyses de (Schmitt, 2012a, 2014) et Cencini (2012b) montrent que lorsque les pays empruntent une seule fois (coût unique), l'importation nette ne peut aboutir que lorsqu'un second emprunt est engagé. En effet, une analyse des différentes entrées et sorties entre les pays déficitaires et ceux excédentaires lors du paiement des déficits extérieurs permet de montrer que les pays déficitaires sont doublement débités tandis qu'ils ne sont crédités qu'une seule fois. Cela est dû au fait que l'un des crédits reçus des pays excédentaires répète un crédit initial.

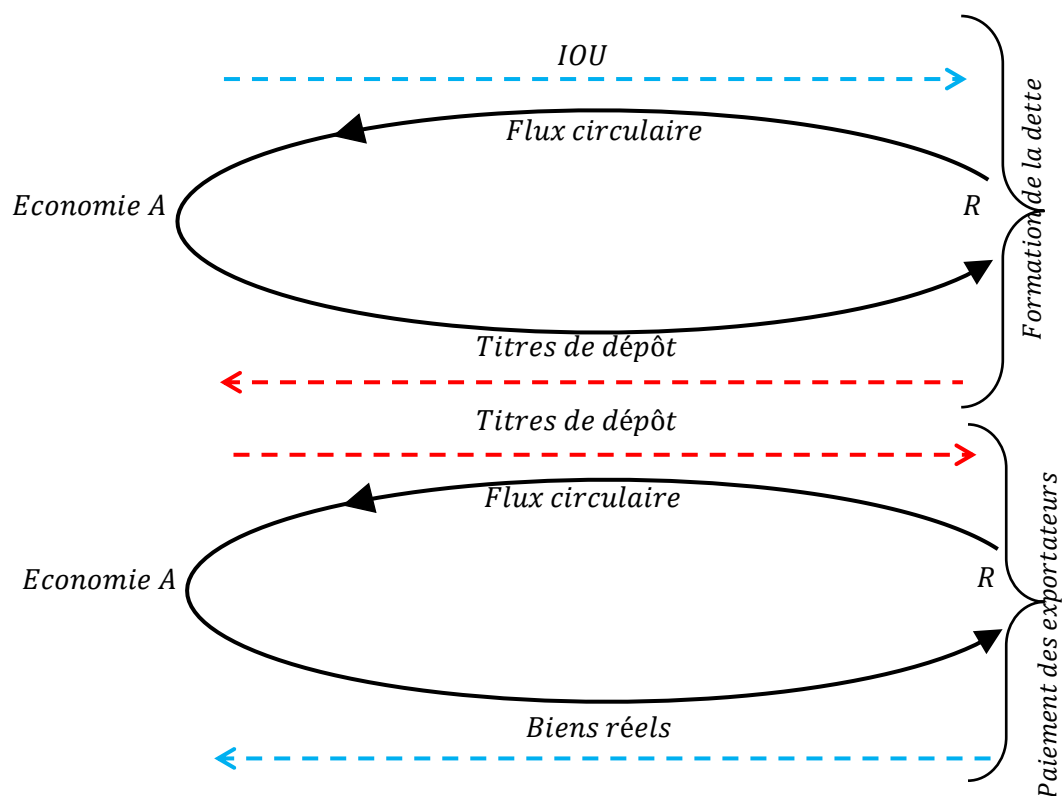
Supposons que pour financer son déficit, le pays déficitaire cède des titres de créance (IOU) au reste du monde. Autrement dit, le pays A emprunte des devises de 1MR à R pour financer ses importations nettes en exportant des titres tel qu'admis par Dornbusch, Fischer et Startz (2011) et Krugman et al. (2012). En acceptant le "IOU" de l'économie A, R crédite l'économie A de la valeur de son titre financier. Cependant, la nature circulaire de la monnaie l'imposant, l'économie A est simultanément débitée par R et la monnaie reflue instantanément dans la banque de R (Figure 4-2). Comme rapporté par Schmitt (2012b, p. 245, nous traduisons), « si les « payés » obtenaient un crédit net, [l'économie A (EA)] enregistrerait un "afflux sans sortie" de  $x$  milliards [MR]. Étant donné que les « payés » sont à la fois crédités et débités du même montant de monnaie bancaire, l'économie A est créditée-débitée de  $x$  milliards [MR], de sorte que cette somme de devises étrangères entre et sort simultanément de l'économie A, sans augmenter ses actifs ni être déposée dans ses actifs ».

Il apparaît que l'économie A obtient des dépôts dans la banque de R grâce au principe de débit-crédit simultané qui accompagne la vente de ses titres de créances comme étayé par Schmitt (ibid.) et Cencini (ibid.). Ce débit-crédit simultané assure que les achats totaux de tout pays déficitaire équivalent à ses ventes totales. En exportant son IOU, l'économie A obtient son équivalent en dépôt bancaire comme traduit par la Figure 4-2. À cette étape, les gains en réserves (titres de dépôt) de A augmentent de la même valeur que sa dette extérieure (IOU).

Si le processus de paiement se limitait à cet équilibre entre les entrées et les sorties le processus de paiements extérieurs ne souffriraient d'aucune pathologie. Toutefois, à cette étape, les paiements ne sont pas encore finaux car l'exportateur résident dans R reste en attente du règlement de son exportation. Le paiement des exportateurs va affecter le crédit initialement obtenu par A. En effet, les titres de dépôts obtenus par l'économie A grâce à l'exportation de

ses IOUs, sont dépensés dans le paiement de ses importations nettes. De ce fait, l'économie A demande à la banque de R de payer son partenaire commercial grâce aux titres de dépôts acquis par l'exportation de ses IOUs. En d'autres termes, l'économie A cède les titres de dépôts dans le système bancaire de R qu'elle a précédemment acquis (Figure 4-2). Tout paiement en économie moderne étant caractérisé par le débit-crédit de chaque agent, ce paiement ne peut déroger à la règle. L'économie A est débité du fait de la cession de ses titres de dépôt et crédité du fait de son gain en biens réels. Les titres de dépôts initiaux sont détruits dans le paiement des exportateurs de R. L'économie A perd ses titres de dépôts et obtient des biens réels de la même valeur.

**FIGURE 4-2 : REGLEMENT DU DEFICIT EXTERIEUR PAR LE COMPTE FINANCIER**



*Source : adaptée à partir des figures de Schmitt (2012b, p. 254 ; 256)*

Le processus de paiements extérieurs apparaît équilibré en terme réel dans la mesure où l'économie A cède un IOU et reçoit en retour des biens réels de même valeur. Cependant,

l'analyse des flux de devises tel qu'établi par Schmitt et Cencini montre un écart entre les crédits et les débits. En reprenant tout le processus tel que décrit par la Figure 4-2, nous constatons deux flux entrants de l'économie R vers l'économie A avec deux flux sortant de l'économie A vers l'économie R. Une analyse de ces flux montre que le coût des paiements extérieurs est double.

Les deux flux entrants de l'économie A se composent comme suit : le premier lui procure des devises en échange de ses IOUs tandis que le second marque la destruction des dépôts précédemment acquis auprès de R. La seconde entrée dont bénéficie A apparaît comme étant la conséquence de la première. En effet, elle vient remplacer les devises obtenues par les biens réels. Il s'agit donc d'une réédition du crédit initial. Comme expliqué par Cencini (2012c, p. 10, notre traduction), « *la destruction par les banques de R du dépôt de x milliards [MR] détenu par EA donne lieu à un crédit équivalent en faveur de [EA], ce crédit n'est que la reproduction du crédit initialement obtenu par EA comme paiement de ses reconnaissances de dette souscrites à l'étranger* ». Aussi, l'économie A ayant exporté un seul titre, ne peut bénéficier de deux entrées de R par le seul et même emprunt. La Figure 4-2 montre deux flux sortants de l'économie A : le premier lui procure des titres de dépôts et le second lui procure les biens réels. A ne bénéficie en réalité que d'une seule entrée.

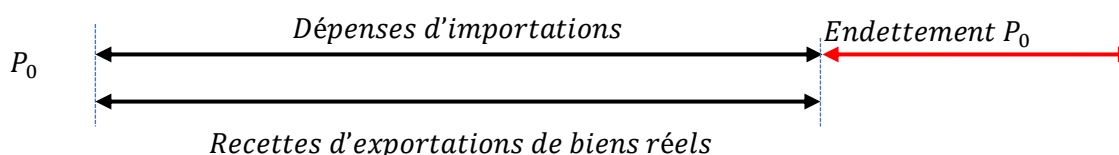
Contrairement aux flux entrants, les deux flux sortants se distinguent l'un de l'autre. En effet, pendant que le premier flux sortant donne naissance à la formation d'une dette extérieure du fait de l'emprunt des devises, le second flux sortant est généré par la nécessité de payer les exportateurs. Le mobile du premier flux sortant est l'acquisition de devises tandis que celui du second concerne les biens réels. Nous concluons alors de deux flux sortants distincts du fait que leurs motifs diffèrent l'un de l'autre. Comme soutenu par Schmitt (2012b, p. 247, notre traduction), « *la banque centrale de A doit payer pour la constitution, dans une ou plusieurs banques étrangères, d'un dépôt en son nom ; le paiement de cette "importation", dont la valeur est de x milliards [MR], entraîne la sortie de x milliards de dollars US des réserves officielles de A* ».

En somme, le paiement des importations nettes donne lieu à une entrée nette de biens réels et deux sorties nettes dont l'une est réelle (IOU) et l'autre monétaire (dépense des devises) pour le pays déficitaire. Les déficits extérieurs coûtent donc doublement aux pays importateurs nets.

### ***b. Financement des paiements extérieurs par l'emprunt monétaire***

En partant de la thèse de formation simple de l'endettement extérieur tel que conçu par l'analyse dominante (Dornbusch et Fischer, 1986), les approches de Schmitt (2014), Cencini (2017a) et Cencini et Rossi (2015) permet de montrer également que l'endettement qui paraît simple est en réalité double lorsque l'on prend en compte dans l'analyse la finalité de tout échange. Suivant Dornbusch et Fischer (1986, p. 836, notre traduction), « *lorsqu'un pays effectue plus de paiements à l'étranger qu'il n'en reçoit, il présente un déficit des comptes courants. Ce déficit doit être financé par la vente d'actifs ou par des emprunts* »<sup>85</sup>. En analysant en profondeur l'effet de cet emprunt, l'approche de Schmitt et Cencini permet d'apercevoir que les pays déficitaires sont injustement frappés par un paiement supplémentaire de leur déficit.

**FIGURE 4-3: RESULTAT DU PAIEMENT MONETAIRE DES IMPORTATIONS NETTES**



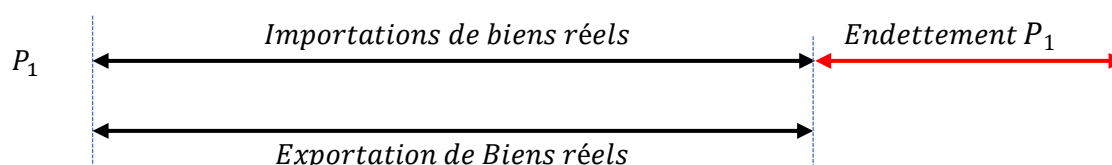
Supposons que le pays *A* emprunte les devises à la période  $P_0$  pour effectuer ses paiements courants et observe son remboursement à la période  $P_1$ . En considérant que les importations du pays *A* s'élèvent toujours à 11MR tandis que ses exportations atteignent le niveau 10MR, la différence de paiement que le pays *A* devra combler est alors de 1MR. Nous supposons que le pays présente cette position extérieure consécutivement sur les deux périodes  $P_0$  et  $P_1$ .

En  $P_0$ , nous supposons que le résultat du paiement des importations nettes entraîne la formation d'une dette dont la valeur est égale à 1MR (Figure 4-3). La somme de devises reçues de cet endettement est dépensée entièrement dans le paiement des exportateurs. Le reste du monde étant remboursé en  $P_1$ , nous pouvons analyser l'effet du remboursement de cette dette en  $P_1$ . Avant remboursement de la dette, en  $P_1$ , le pays devra combler un déficit d'une unité monétaire de 1MR du fait qu'il exporte toujours 10MR et importe 11MR (Figure 4-4). Quel est l'effet en  $P_1$  du remboursement de la dette contracté en  $P_0$  ?

<sup>85</sup> La vente de titres équivaut à un emprunt.

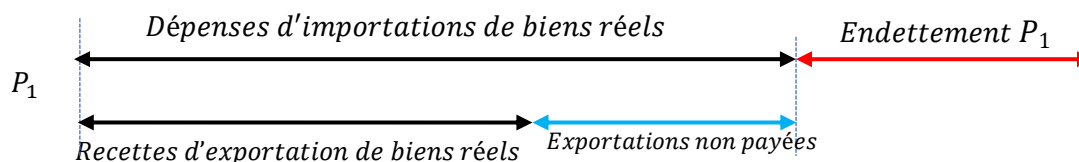
En  $P_1$ , le reste du monde dépense normalement 10 MR pour payer les exportations du pays  $A$ . Cependant, le remboursement de la dette de 1MR contractée en  $P_0$  impose au pays  $A$  de retourner sur le marché financier pour se procurer de 1MR manquant. Si l'effet de ce remboursement est l'augmentation immédiat des dépenses monétaires du pays  $A$ , il traduit au même moment pour  $A$  le retour à  $R$  d'une partie des dépenses que ce dernier a effectué pour le règlement de ses importations. De ce fait, le paiement de la dette en  $P_1$  se traduit sans doute par le non-paiement d'une partie des exportations de  $A$  de cette période. Autrement dit, le pays  $A$  ne reçoit que 9MR de ses exportations de 10MR (Schmitt, 2014, p. 39-42 ; Cencini, 2016a, p. 153) c'est-à-dire qu'il retourne une partie des recettes de son exportation de  $P_1$  ou une partie des paiements d'importation de  $R$  à ses créanciers.

**FIGURE 4-4: PAIEMENT DU DEFICIT EXTERIEUR SANS SERVICE DE LA DETTE EN  $P_1$**



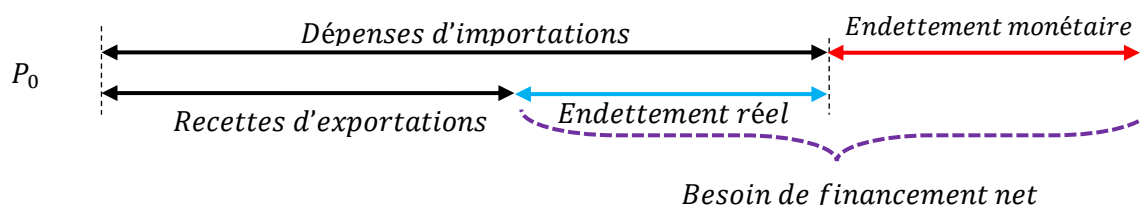
La détermination du coût du paiement des déficits extérieurs nécessite une concaténation des deux effets entre les deux périodes. Les effets sont d'une part, la dette engendrée par le paiement des importations en  $P_0$  et d'autre part le non-paiement d'une partie des exportations en  $P_1$  du fait du remboursement de la dette contractée en  $P_0$ . La concaténation à la période  $P_0$  semble plus appropriée afin d'isoler l'effet de la formation d'une nouvelle dette.

**FIGURE 4-5 : EFFET DU SERVICE DE LA DETTE SUR LES IMPORTATIONS ET LES EXPORTATIONS DE BIENS REELS**



La Figure 4-6 présente la concaténation des résultats du paiement des importations nettes et du remboursement de la dette formée dans la période  $P_0$ . Elle montre que le paiement du déficit extérieur engendre un double besoin de financement. D'une part, le besoin de devises pour véhiculer les biens réels et d'autre part, le remboursement de la dette de  $P_0$  suppose la cession gratuite d'une partie des exportations du pays. Revenons à la première preuve, consistant à expliquer le double paiement, monétaire et réel, de la dette à l'intérieur de la première période,  $P_0$ . Nous constatons aisément sur la Figure 4-6 que deux emprunts distincts sont donc nécessaires pour régler les déficits extérieurs. Nous pouvons ainsi dire avec (Schmitt, 2014, p. 37, notre traduction) que « *les unités de devises étrangères empruntées pour financer les importations nettes sont des actifs monétaires et des passifs réels* ». En d'autres termes, les unités de devises empruntées doivent satisfaire deux besoins de financement qui sont le paiement en  $P_0$  et financer une production qui sera gratuitement cédée au reste du monde en  $P_1$ .

**FIGURE 4-6: CONCATENATION DES EFFETS DU PAIEMENT MONÉTAIRES DES DEFICITS ET DU REMBOURSEMENT SUR LA PERIODE  $P_0$**



Le coût du déficit sur le pays endetté est nécessairement double puisqu'il ne peut financer la production future de  $P_1$  et effectuer les paiements en  $P_0$ . Le coût supplémentaire est le paiement monétaire qui vient s'ajouter à l'emprunt qui finance la production future qui sera immédiatement cédée au reste du monde. En somme, un seul emprunt ne peut financer à la fois la production future et être immédiatement dépensé dans les paiements des importations nettes immédiates. Si un emprunt finance donc la production future, il faut un autre emprunt pour satisfaire les dépenses immédiates créées par l'importation nette comme l'exprime Schmitt (2014). Inversement, si les exportateurs du reste du monde sont payés par un emprunt, le financement de la production future nécessitera absolument un nouvel emprunt.

En résumé, dans chaque période on observe une dépense nette de devises de la part du pays déficitaire. Sur la période considérée, le pays déficitaire paie ses importations nettes en devises, et cède à la même période ses exportations futures sans recevoir une quelconque contrepartie du reste du monde tel que décrit par le Figure 4-5 et la Figure 4-6. Cette dépense monétaire nette ne serait pas problématique si les devises étaient gratuitement fournies au pays déficitaire de la même manière que dans les économies domestiques, l'opération de "répartition" et de "mesure de la production domestique" (Bailly, 2012, p. 110) fournit la monnaie véhiculaire aux travailleurs. Malheureusement l'absence d'un tel système dans l'environnement économique international astreint les pays à se procurer des devises à un coût qui vient augmenter le niveau leur engagement vis-à-vis du reste du monde. C'est parce que les pays sont contraints d'emprunter les devises nécessaires au paiement des exportateurs que les paiements internationaux engendrent inévitablement un second coût. Comme expliqué par Bailly, Cencini et Rossi (2017, p. xxvi, notre traduction), « *la duplication pathologique à l'origine des dettes souveraines est la conséquence directe de l'absence d'un véritable système de paiements internationaux fournissant aux pays, sans frais, la monnaie véhiculaire dont ils ont besoin pour transmettre les paiements réels de leurs résidents à leurs créanciers étrangers* ».

Que les importations nettes soient financées par une exportation de titre, par un emprunt de devises ou en puisant dans les réserves en devises, son paiement final engendre un coût supplémentaire que le pays supporte dans son ensemble. C'est pourquoi nous pouvons dire que les paiements extérieurs ne sont pas libératoires car ils laissent toujours le payeur avec un engagement.

### **4.1.3. La duplication des paiements extérieurs et le chômage**

Dans l'analyse précédente, la duplication est présentée à travers deux emprunts dont l'un est réel et légitime et l'autre monétaire et morbide. Nous avons montré que ces deux emprunts traduisent deux réalités distinctes. Le double coût des emprunts peut être appréhendé en analysant l'effet de ces paiements sur les économies domestiques, comme déterminé par Cencini (2017b, 2017a). En effet, suivant l'analyse de Cencini, si les pays déficitaires n'empruntaient qu'une seule fois, les paiements extérieurs se répercuterait négativement sur l'économie nationale. Cette conséquence négative des règlements internationaux traduit le second coût de paiement qu'évite les pays importateurs nets. En ne cherchant qu'à satisfaire la



contrainte monétaire, l'économie locale subit une pression déflationniste qui viendrait satisfaire la contrainte de règlement en terme réel. Considérons le scénario suivant pour illustrer cet aspect des paiements extérieurs.

Supposons comme précédemment qu'une économie *A* importe 11MR de biens réels et en exporte 10MR. L'analyse d'un tel processus de paiement se situe à deux niveaux essentiels dans la mesure où il engage deux ensembles distincts (les résidents et un ensemble macroéconomique<sup>86</sup>) tel que conçu par Schmitt (1984c, p. 85). En effet, une opération d'importation implique des paiements en devises tandis que les importateurs ne disposent que de revenus libellés en monnaie domestique. Inversement, une opération d'exportation d'un pays impliquerait la réception d'un paiement en monnaie domestique alors que l'importateur ne dispose que de devises. Le règlement des échanges internationaux impose donc d'observer le paiement à deux niveaux distincts : au niveau des résidents du pays (l'économie) et à l'échelle du pays Schmitt (2014). L'analyse de Schmitt (ibid) et Cencini (ibid.) consiste à examiner conformément aux lois macroéconomiques, les dépenses effectuées par les agents économiques pour le règlement de leurs importations d'une part et d'autre part, au niveau des pays, le mécanisme de transmission du paiement des résidents aux exportateurs.

#### **4.1.3.1. Effet du côté du payeur : paiement en unité de monnaie domestique**

L'observation du paiement des importations par les résidents d'une économie montre une similarité avec les paiements que ces derniers effectuent à l'échelle nationale. En effet, le revenu domestique que dépensent les résidents d'un pays dans leurs paiements internes est le même que celui dépensé dans les paiements de leurs importations<sup>87</sup>. Toutefois, si la dépense de revenu domestique dans les paiements domestiques donne lieu à sa destruction immédiate comme le stipule l'analyse macroéconomique du revenu ce qui rend les règlements

---

<sup>86</sup> L'ensemble macroéconomique se définit relativement par rapport aux effets engendrés par les différents paiements. Suivant Schmitt (1977a) et Cencini et Rossi (2015), les paiements sont macroéconomiques lorsqu'ils affectent le pays en tant qu'entité souveraine. Les paiements microéconomiques sont alors des paiements qui n'affectent que les résidents d'une économie. Autrement dit ce sont des paiements qui affectent directement le revenu des résidents.

<sup>87</sup> Tout revenu est domestique du fait que toute production est domestique. Les résidents d'une économie ne peuvent disposer d'autre revenu que celui issu de leur production. Tout paiement (que ce soit domestique ou international) qu'ils effectuent, est de ce fait en revenu domestique. L'économie internationale n'étant pas une économie de production telle que définie par (Schmitt, 1984c, pp. 83–87), aucun revenu ne peut exister au niveau international.

domestiques finaux<sup>88</sup>, sa dépense dans les paiements extérieurs ne le détruit pas immédiatement. Comme stipulé par Schmitt (1984b) le revenu domestique ne se détruit que dans la consommation de la production qui lui a donné naissance.

Néanmoins, lorsque les importations sont compensées par les exportations de même valeur, le revenu domestique peut se détruire. En effet, dans une telle situation, tout se passe comme si « *les importateurs paient les exportations du pays, l'équilibre macroéconomique est sauvegardé dans la nation, car les revenus [en monnaie domestique] créés dans l'industrie des biens d'exportation sont détruits [en monnaie domestique] par la dépense des importateurs, dépense qui vaut achat des biens d'exportation nationaux* » (Schmitt; 1984b, p. 138). En d'autres termes, le paiement des importations compensées par les exportations équivaut à une destruction non pas du fait de sa dépense sur la production étrangère, mais du fait qu'elle se substitue aux paiements d'exportation reçus (ibid.). Cependant, lorsque les importations dépassent les exportations dans un pays, comme c'est le cas dans notre exemple, comment cet équilibre macroéconomique est-il réalisé dans la mesure où il manque une exportation correspondant aux dépenses de revenu des résidents ?

En absence d'exportation compensatoire à la dépense effectuée par les résidents, dans la mesure où aucun revenu ne peut être détruit que sur les produits qui lui ont donné naissance, le revenu domestique dépensé par les résidents ne devrait pas de ce fait être détruit. À défaut d'une action permettant de rétablir ce revenu, « *le revenu national de A [est] perdu pour l'économie de A en raison du paiement des importations nettes du pays A* » (Cencini, 2017a, p. 147, notre traduction). En d'autres termes, l'économie perd une partie de son revenu de façon pathologique ce qui peut lui être préjudiciable.

Par définition, "toute dépense de monnaie est un exercice [du pouvoir] d'achat" (Schmitt, 1960b, p. 49) de cette même monnaie sur les produits auxquels elle a donné naissance. Le pouvoir d'achat exprime la teneur en produit du revenu. Dans ces conditions, la dépense du revenu domestique dans les paiements extérieurs dépossède les résidents de leur pouvoir d'achat<sup>89</sup>. En conséquence, cette dépense laisse subsister le stock de produits qui a fait

---

<sup>88</sup> Cette propriété est au cœur des économies modernes. Elle se trouve au centre des analyses de la formation du pouvoir d'achat ( Schmitt, 1960; Cencini, 1988; Gnos, 2016), des échanges économiques (Bailly, 2012, 2017 ; Rossi, 2007c, 2007d) et des dysfonctionnements économiques (Schmitt, 1984a ; Bradley, 2017 ; Bradley et Piégay, 2012 ; Cencini, 2012b ; Gnos, 2012).

<sup>89</sup> Suivant Schmitt (1960, p. 51), la notion de pouvoir d'achat est une notion macroéconomique. Lorsqu'un agent exerce son pouvoir d'achat, son pouvoir d'achat est détruit au même moment que le pouvoir d'achat de l'ensemble de l'économie diminue.

l'objet de la formation du pouvoir d'achat puisque la dépense n'est pas exercée sur la production ayant généré le revenu. Autrement dit, le paiement des importations nettes par les résidents engendre un déséquilibre entre le pouvoir d'achat disponible (revenu disponible dans l'économie) et le stock de produit existant dans l'ensemble de l'économie.

Ce déséquilibre se traduit par l'apparition de stocks non écoulés du fait des paiements effectués par les résidents vers l'étranger. Ces stocks ayant perdu le revenu monétaire qui leur est associé, ils sont invendables (ou au mieux, sont vendus à perte) et restent stockés dans les entreprises. Dans cette situation, si rien n'est fait pour rétablir la relation initiale entre le stock et le revenu monétaire, les entreprises subiraient la perte, ce qui les amèneront à baisser leurs coûts de production en réduisant leur offre. Il s'en suivrait ainsi une augmentation du chômage car le revenu dépensé serait perdu. Comme soutenu par Cencini (2017a, p. 147, notre traduction), les paiements des importations nettes par les résidents « *ne sont pas obtenus par les exportateurs du pays A, dont les transactions internationales ne s'élèvent qu'à 10 MR* » comme dans le cas de paiements des importations compensées.

Ces paiements ne sont pas non plus reçus par le pays en tant qu'ensemble car étant déficitaire et n'ayant exporté que 10MR, il n'obtient aucune recette supplémentaire après les dépenses de 1MA par ses résidents (Cencini ; *ibid.*). Du reste, ces dépenses imposent au pays en tant qu'ensemble souverain de transmettre les paiements de ses résidents en devises et non en monnaie domestique. Comme indiqué par Cencini (2017b, p. 5, notre traduction), si le pays était crédité du paiement de ses résidents, « *on pourrait soutenir que l'endettement extérieur du pays découlant du prêt étranger qui finance ses importations nettes est équilibré par un flux d'entrées net du revenu intérieur* ». Dans ces conditions, aucune dette nette ne se formerait entre les pays.

Le reste du monde ne reçoit pas également le revenu dépensé par les résidents du pays déficitaire car « *il est dans la nature de la monnaie bancaire de définir un dépôt et, une fois créé, ce dépôt ne peut jamais quitter son lieu de naissance. Il peut être utilisé comme moyen de paiement, bien sûr, mais le règlement de transactions nationales ou internationales n'implique pas son transfert effectif* » (Cencini et Schmitt, 1991, p. 60, notre traduction). En d'autres termes, le paiement du reste du monde ne peut s'effectuer par un simple transfert du règlement des résidents du pays dans l'architecture monétaire internationale actuelle. En absence de toute intervention de la part des autorités monétaires nationales, les paiements des

importations nettes par les résidents en monnaie domestique se traduiraient par une pression déflationniste dans l'économie domestique.

Cet effet déflationniste des paiements extérieurs apparaît également dans l'analyse de Keynes. Lors de sa discussion sur le paiement des réparations (dettes) de guerre avec Ohlin (1929b, 1929a) et Rueff (1929, 1965), Keynes (1929b) soutient que la quintessence de son analyse se trouve dans l'effet déflationniste des paiements extérieurs. En effet, selon Keynes, l'ajustement des prix par l'ajustement de change a un effet déflationniste sur l'Allemagne ce qui augmenterait son niveau d'endettement vis-à-vis de ses créanciers en termes de production domestique.

*« L'essentiel de mon argumentation est que cela ne devrait pas être le cas, mais qu'au contraire, les prix des biens produits en Allemagne devraient baisser par rapport aux prix des importations. Car il ne s'agit pas simplement de modifier la valeur de l'argent sur tous les plans, mais de modifier les termes du commerce international dans un sens défavorable à l'Allemagne, de sorte qu'une quantité d'exportations plus importante qu'auparavant devra être offerte pour une quantité d'importations donnée »* (Keynes, 1929b, p. 405, notre traduction).

Keynes conclut que le paiement de la dette extérieure n'entraîne pas une simple dévaluation monétaire en Allemagne, mais une baisse "*pari passu*" de la production allemande du fait de la perte de pouvoir d'achat de ses résidents ou une augmentation du volume réel de la dette extérieure allemande.

Toute la difficulté des analyses d'Ohlin (1929a) pour adhérer au problème de transfert que soulève Keynes (1929c) tient essentiellement à sa conclusion suivant laquelle le paiement des résidents est reçu par le reste du monde. En quelque sorte, tout en reprochant à Keynes d'ignorer son résultat, Ohlin ignore la loi macroéconomique fondamentale qui établit l'impossibilité pour une monnaie domestique de quitter son territoire d'émission. Cette incompréhension de la nature de la monnaie affaiblit voire invalide sa critique vis-à-vis de Keynes. Si dans son analyse, Keynes ne l'expose pas explicitement, son cadre analytique repose implicitement sur l'impossibilité de transmettre le pouvoir d'achat des résidents d'un pays à un autre en raison de la frontière monétaire.

Les pays déficitaires peuvent toutefois éviter le chômage créé par les paiements légitimes de leurs résidents selon Cencini (2017b, 2017a) en empruntant à nouveau afin de recouvrer le revenu qui devrait être perdu. Comme expliqué effectivement par Schmitt (1984b),

lorsque le revenu dépensé dans les paiements des importations est accompagné d'une exportation de même valeur, la perte de revenu générée par la dépense de celui-ci dans les paiements des importations se neutralise avec les recettes reçues des exportations. En cas d'importations nettes du pays *A* également, « la réduction du revenu national de *A* s'explique par le fait qu'une partie des importations de *R* est payée par *A*, et ne peut être neutralisée que par un prêt accordé par *R*, dont l'objet est un revenu futur de *A* » (Cencini, 2017a, p. 148). Autrement dit, en présence d'importations nettes, le pays déficitaire annule les effets de la perte de son revenu en augmentant ses recettes d'exportation. Cette augmentation est rendue possible grâce aux titres, dont l'objet est la production future de son économie, qu'il cède au reste du monde. Par cette cession, l'économie déficitaire recouvre le revenu qu'il perd de son circuit du fait de ses paiements extérieurs en monnaie domestique. L'économie déficitaire neutralise donc la pression déflationniste sur son économie engendrée par le paiement extérieur de ses résidents par un emprunt.

La pression du chômage sur l'économie *A* est la manifestation naturelle de la loi des achats ventes établie par Schmitt (1975). En achetant sans vendre directement, l'effet de son achat net se fait ressentir sur sa production domestique par la perte de sa production de biens réels de sorte que les entrées de biens réels soient compensées par les sorties de biens réels. Aucun pays ne peut donc faire un achat net sans qu'il ne soit compensé par une vente égale.

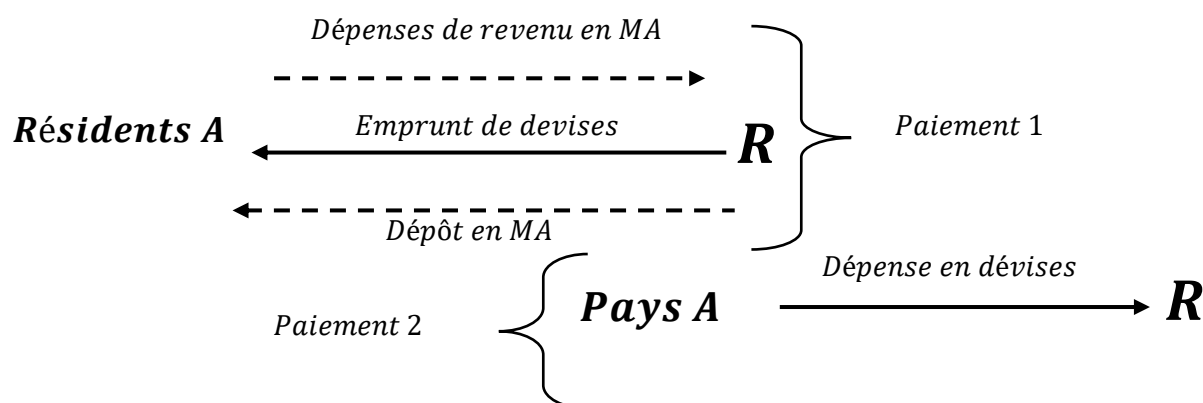
#### **4.1.3.2. Effet du côté du payé : paiements des exportateurs en devises**

Le second niveau de paiement des importations nettes mis en avant par Schmitt (2014) et Cencini (2017a, 2017b, 2012c) est situé à l'échelle du pays en tant qu'un ensemble souverain. Si les paiements en monnaie domestique des résidents atteignaient directement les exportateurs du reste du monde, ils seraient finaux et grâce à cette unique dépense, l'économie déficitaire financerait son déficit courant et partant, les pays ne souffriraient d'aucune lésion. Toutefois, comme expliqué par Cencini et Schmitt (1991, p. 57, notre traduction), « *étant donné que la monnaie nationale de ces pays n'a pas le privilège de fixer les transactions internationales, les paiements effectués par les résidents de ces pays ne sont pas finaux* » pour ces pays. En effet, les paiements ne peuvent devenir finaux que lorsque les exportateurs du reste du monde sont payés. Or, dans une telle situation, les exportateurs ne désirent être payés qu'en monnaie du monde, donc en leur monnaie ou en une monnaie refuge. Le paiement des exportateurs pose une nouvelle contrainte au pays. En tant qu'un ensemble souverain, le pays déficitaire satisfait

cette contrainte soit en puisant dans ses réserves en devises soit en empruntant directement sur les marchés financiers. Si l'emprunt permet au pays déficitaire de garder le niveau de ses réserves comme tel, en puisant dans ses réserves, le pays diminue le niveau de ses réserves ce qui équivaut à une réduction des créances qui a le même effet que l'augmentation de la dette extérieure. La procédure de paiement des déficits extérieurs se finalise grâce à une augmentation de la dette extérieure (par emprunt de devises) ou une diminution des créances (diminution des réserves).

En somme, les paiements légitimes micro-économiques engendrent une perte de revenu domestique qui se traduirait par le chômage. Toutefois, comme soutenu par Cencini (2017b, p. 6, notre traduction), « *[s]i, perdu en raison du paiement des importations nettes de A, le montant du revenu intérieur dépensé par les résidents du pays pour le règlement de leurs importations nettes est encore disponible dans A, c'est parce que A l'a récupéré d'une manière ou d'une autre. Or, ce qui permet de récupérer le revenu intérieur de A, c'est le premier prêt [en termes réels] obtenu par l'économie de A auprès du reste du monde* ». Ces paiements micro-économiques n'atteignant pas les exportateurs du reste du monde, la contrainte de payer les partenaires étrangers demeure. Cette contrainte est satisfaite grâce aux paiements macro-économiques du pays qui emprunte les devises pour transmettre les paiements micro-économiques.

**FIGURE 4-7: LE DOUBLE EFFET DU PAIEMENT DES DEFICITS EXTERIEURS**



Source : Adapté à partir de la figure de Schmitt (1984c, p. 85)

Ce second paiement est essentiellement lié au manque d'un système bancaire international dont le rôle devrait être la monétisation des transactions internationales afin de fournir gratuitement le véhicule monétaire au pays déficitaire et lui éviter ce coût

supplémentaire et illégitime. Le règlement du déficit extérieur engendre alors deux coûts distincts pour les pays déficitaires comme exprimé par Cencini (2017a, p. 148, notre traduction), « *un paiement est effectué en MA et il réduit le montant du revenu national disponible en A, l'autre paiement nécessite une dépense de MR, que le pays A est obligé d'emprunter à l'étranger* ». Nous pouvons donc conclure de la duplication des paiements extérieurs.

La Figure 4-7 présente les deux effets engendrés par le paiement des déficits extérieurs. Le premier paiement traduit le chômage engendré par les paiements de résidents. Les exportateurs n'obtiennent leur paiement que lorsque le pays leur verse les devises nécessaires tel que traduit par le paiement 2 de la figure. Cette transmission constitue une seconde charge de l'importation nette. C'est ainsi que Schmitt (1984c, p. 88) soutient que, s'il est vrai que « *l'agent importateur a dépensé une partie de son revenu (...), le pays [A] reste endetté puisque le Reste du Monde obtient [du pays A] une créance sur [A] (créance qu'il peut convertir à sa guise)* ». Ces paiements constituent deux charges pour les pays déficitaires dans la mesure où l'un est effectué en monnaie domestique et l'autre en devises. Si les dépenses de revenu dans les paiements domestiques ne sont pas déflationnistes, dans les paiements extérieurs, elles sont déflationnistes et le pays est contraint d'emprunter pour neutraliser l'effet déflationniste. Les devises étant étrangères à l'économie domestique, le règlement des exportateurs impose de les emprunter ou de les puiser dans les réserves : c'est la seconde charge des paiements extérieurs.

## 4.2. Le théorème de l'intérêt

La duplication du paiement des déficits extérieurs implique la duplication du service des intérêts. Schmitt (1984b, 1987, 2000, 2004, 2005, 2012b), Cencini (1991, 1995, 2005, 2015) et Cencini et Schmitt (1991) développent le théorème de l'intérêt pour montrer que le service des intérêts est également double. À l'image du théorème de la dette, celui de l'intérêt repose aussi sur l'identité fondamentale de la balance des paiements. Il montre que le paiement de la charge de la dette extérieure en monnaie étrangère est double du fait de l'absence d'une véritable monnaie de paiement international. Le théorème analyse principalement le paiement du solde courant qui contient le service des intérêts et montre que le service de la charge de la dette entraîne non seulement l'endettement provoqué par les paiements mais aussi la réduction des réserves internationales. En effet, si le paiement des intérêts n'était pas double, le compte

de réserve devrait augmenter au moins de la valeur des nouveaux emprunts nets après amortissement du principal. Lorsque les nouveaux emprunts nets après amortissement augmentent et que les réserves baissent également, cela montre que les intérêts sont doublement servis. La démonstration du théorème de l'intérêt consiste à déterminer l'effet du service des intérêts sur l'endettement du pays et les réserves officielles. En d'autres termes, le théorème de l'intérêt démontre que le paiement des charges de la dette mobilise à la fois le compte courant, du montant des intérêts, et le compte de réserve de la même valeur que la charge (Schmitt, 2005).

Cette section présente les arguments de la duplication du service des intérêts suivant les positions du solde courant des pays. Elle se décompose de ce fait en trois points. Le premier point traite du paiement des intérêts en situation d'équilibre du compte courant. Ce point soutient que le service des intérêts crée un déséquilibre extérieur du fait du paiement en devises. Le deuxième point traite du règlement des intérêts en situation de déséquilibre du compte courant. Nous montrons que le paiement de la charge sur les engagements vient réduire l'excédent extérieur ou élargir le déficit essentiellement du fait du service monétaire pour transmettre les biens réels. Le dernier point traite du double coût des intérêts qui pèse sur les pays. Il montre que le service en devise se distingue du paiement en termes réels d'où la duplication du coût de paiement des intérêts.

#### **4.2.1. Équilibre de la balance commerciale et paiement des intérêts de la dette extérieure**

Par définition, le solde du compte courant représente le solde commercial plus les intérêts nets reçus. Dans ces conditions, lorsque la balance courante d'un pays est équilibrée, cela impliquerait qu'après paiements des intérêts, aucune dépense nette ne resterait à satisfaire. Les intérêts servis ne coûteraient qu'une seule fois aux pays si le paiement des intérêts n'affectait que le compte courant. Toutefois, cette conclusion serait valide si les paiements des intérêts était effectué dans un espace monétaire homogène (Schmitt, 1987, p. 107-128 ; Cencini, 1995, p. 281-303). En effet, le système monétaire international étant caractérisé par des espaces monétaires hétérogènes, le service des intérêts sur la dette extérieure n'a pas lieu dans une zone monétaire uniforme. Pour déterminer la charge de la dette extérieure, il est essentiel d'analyser les effets du règlement des intérêts sur le compte extérieur du pays conformément aux caractéristiques monétaires internationales.



Comme montré par le théorème de la dette extérieure, les paiements extérieurs présentent deux aspects : monétaire et réel. Le service des intérêts n'échappe pas non plus à cette double contrainte qui est de satisfaire la contrainte monétaire et la contrainte réelle. L'analyse du coût de paiement des intérêts nécessite donc de déterminer l'effet du paiement des intérêts en termes réels et en termes monétaires. Autrement dit, il s'agit d'identifier les conséquences des aspects monétaire et réel du service des intérêts sur les comptes extérieurs du pays principalement le compte financier et le compte de réserves. Examinons les effets du service de la dette extérieure à travers un exemple stylisé.

Considérons comme dans la section précédente, un pays  $A$  endetté vis-à-vis du pays reste du monde  $R$ . Nous supposons que  $A$  contracte sa dette à la période  $t-1$  et à la période  $t$ ,  $A$  paie des intérêts nets débiteurs d'une valeur de  $in$ . À la période  $t$ , nous partons d'une situation où les exportations commerciales  $ex$  de  $A$  sont donc égales aux importations commerciales  $im$ .

L'analyse de Schmitt est fondée sur l'identité fondamentale de la balance des paiements telle que définie précédemment :

$$EX \equiv IM$$

Les importations commerciales de  $A$  étant égales à ces exportations commerciales, à la période concernée, les recettes des exportations permettent de compenser les dépenses d'importations. L'équation (8) traduit cet équilibre.

$$EX = IM \tag{8}$$

Cependant, dans la même période, le pays  $A$  doit payer des intérêts débiteurs nets sur la dette contractée à la période précédente. Le paiement de ces intérêts augmente les dépenses de  $A$  vis-à-vis du reste du monde tandis que ses recettes restent au niveau initial où elles étaient en équilibre avec les dépenses. Le service des intérêts bouleverse donc l'équilibre initial de la balance des paiements. En prenant en compte le service des intérêts dans l'identité définie par l'équation (8), nous aboutissons à une nouvelle identité de la balance des paiements qui établit que les dépenses soient parfaitement égales aux recettes (équation (9)). Ainsi, les dépenses étant augmentées, dues au paiement des intérêts, le pays  $A$  doit emprunter à nouveau pour servir sa dette de la période précédente. Soit  $LD_{in}$  le nouvel emprunt net des amortissements de  $A$ , pour servir sa dette ou “*Loan Disbursements*” suivant les termes utilisés par le Fonds Monétaire International (FMI). Le nouvel emprunt vient ainsi augmenter les recettes de  $A$  pour

compenser les dépenses augmentées de  $in$ . En prenant en compte le service des intérêts, l'équilibre de la balance des paiements peut s'exprimer comme suit :

$$IM + in = EX + LD_{in} \quad (9)$$

Si l'espace monétaire international était homogène, cet équilibre serait final et le paiement des intérêts sur la dette extérieure ne différerait pas de celui domestique. En conséquence, les pays ne supporteraient la dette qu'une et une seule fois. Malheureusement, l'hétérogénéité qui caractérise le système monétaire international appelle à déterminer les conséquences des différents aspects (monétaire et réel) qui caractérisent les paiements sur cet équilibre.

Comme tout paiement, les biens réels constituent l'objet du service des intérêts de la dette extérieure. En effet, Selon Schmitt (2000b, 2004, 2005), Cencini (2000a, 2008), Cencini et Schmitt (1991) et Cencini et Rossi (2015), l'intérêt étant le rendement de l'investissement des capitaux étrangers,  $in$  représente de ce fait une partie de la production de A qui sera transférée sans contrepartie à R sous forme de transferts unilatéraux. En d'autres termes, le service des intérêts implique le prélèvement d'une partie du revenu national et le transférer aux créanciers. En effet, étant donné que le service des intérêts porte sur les exportations du pays, il s'agit nécessairement du transfert d'une partie de la production nationale. Comme l'explique Schmitt (2004, p. 4, notre traduction), le pays A « *transfère une quantité de produits, de biens ou de services nationaux, par le biais d'exportations "sans contrepartie"* ». Le transfert unilatéral des ressources domestique signifie qu'une partie des exportations, exactement égale aux intérêts, est transférée gratuitement sans contrepartie. Autrement dit, du fait de l'aspect réel du règlement de la charge de la dette extérieure, le reste du monde ne paie pas une partie des exportations de l'économie A.

Ce non-paiement diminue les recettes du pays A vis-à-vis du reste monde. Les recettes extérieures reçues par A sont donc réduites de  $in$  dans la période. Comme l'explique Fieleke (1996, pp. 27–28, notre traduction), en tant qu'opération unilatérale, « *les transferts sans contrepartie sont uniques parmi les transactions internationales dans la mesure où, par définition, ils n'impliquent aucune contrepartie. En général, il s'agit de dons, comme leur nom l'indique* ». Dans ces conditions, en tant que transfert sans contrepartie, service des intérêts suppose qu'une partie des exportations de biens et services de l'économie endettée soit céder aux créanciers sans aucune contrepartie monétaire. Cette diminution de recette déséquilibre

l'équilibre (9) et par conséquent crée un nouveau besoin de financement. La cession gratuite des exportations de biens réels diminue donc les recettes du pays A de la même valeur que  $LD_{in}$  tandis que le niveau des dépenses reste  $(IM + in)$ . En notant  $ex_{in}$  comme étant la valeur des exportations que le pays A cède gratuitement au reste du monde, nous aboutissons à l'inégalité suivante due à la baisse des recettes de  $ex_{in}$  :

$$IM + in > EX - ex_{in} + LD_{in} \quad (10)$$

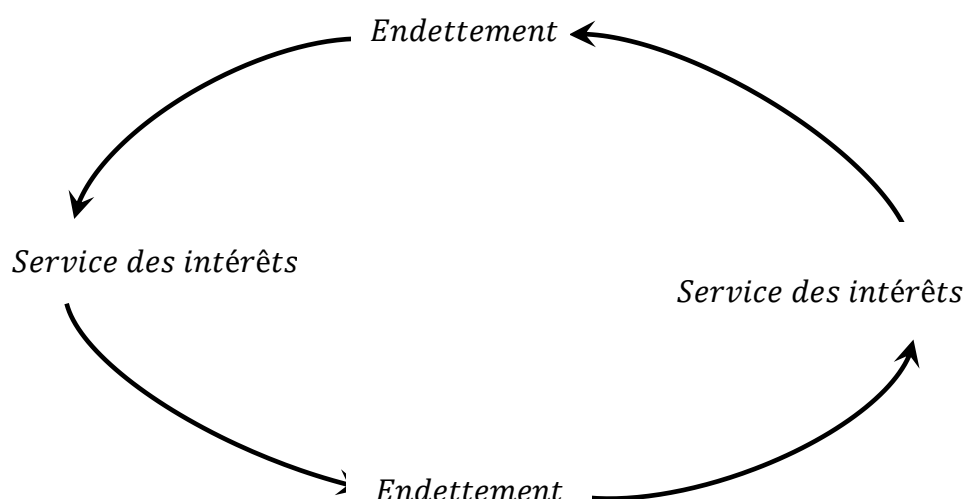
De façon pratique, l'absence de contrepartie d'une partie des exportations de A s'explique par le fait que « *le paiement par R de  $(EX - ex_{in})$  est à la fois la somme apportée par le nouvel emprunt et les devises recouvrées au moment de la conversion par R de son gain d'intérêt en produits de [A]* » (Schmitt, 2005, p. 8). En d'autres termes, lorsque R paie les exportations de A, ce dernier reverse à R une partie de ses recettes d'une valeur de  $ex_{in}$ . Ce versement réduit nécessairement les recettes que A obtient de ses exportations à  $EX - ex_{in}$ . Ce résultat montre que le service des intérêts met les pays dans un cercle vicieux où tout effort de paiement de la dette engendre un nouveau besoin de financement. En effet, le nouveau besoin de financement créé par la réduction de recettes, due à la cession gratuite d'une partie des exportations, nécessitera une compensation.

Étant donné que les intérêts s'imputent sur les exportations et non sur les importations, pour rétablir l'équilibre le pays est contraint d'augmenter le niveau de ses recettes. En d'autres termes, les intérêts n'affectant pas les importations, la seule variable d'ajustement qui reste à la disposition des pays pour rétablir l'équilibre est de jouer sur leurs recettes. Comme expliqué par Schmitt (2004, p. 13, notre traduction), « *il est tout à fait inconcevable qu'en servant les intérêts qu'il doit au reste du monde [le pays endetté] règle ainsi une mesure équivalente de ses propres importations ; le paiement des intérêts ne diminue en rien la dette due aux importations par le pays endetté, dont la dette commerciale reste impayée à son plein niveau initial* ». Cette situation impose donc au pays endetté de retrouver la somme de monnaie étrangère nécessaire pour égaliser les dépenses extérieures. Il s'agit de l'aspect monétaire des paiements. En effet, « *le revenu intérieur (en monnaie nationale, MN) payé par les résidents endettés serait transféré dans leur pays en échange du revenu étranger (en monnaie étrangère, ME) qu'il verse au reste du monde. La dette contractée par la population étant de nature internationale (inter-nationale), il est normal que son pays l'assume ; cependant, dans la mesure où il assume le fardeau du service de la dette extérieure, il doit être compensé en*

*monnaie nationale* » (Cencini, 1995, p. 305, notre traduction). Deux possibilités s’offrent de ce fait au pays.

La première possibilité consiste pour A d’emprunter à nouveau afin d’élever le niveau de ses recettes au niveau de son besoin de financement. De toute évidence, cet emprunt vient augmenter le niveau d’endettement du pays qui nécessitera à nouveau le paiement du principal et des intérêts. Il apparaît qu’en situation d’équilibre commercial, au lieu que la dette augmente du montant des intérêts, le service monétaire vient augmenter la dette de deux fois les intérêts. Autrement dit, tout service des intérêts sur la dette extérieure donne naissance à une nouvelle dette de même montant que les intérêts *in*. Si A et R étaient dans un espace monétaire homogène, l’institution de paiement créerait la monnaie nationale pour monétiser le contenu du paiement des résidents de A et la conversion des gains d’intérêts par R en produit détruirait de façon définitive la monnaie initialement fournie gratuitement. L’hétérogénéité monétaire entre A et R fait que les pays doivent faire deux fois plus d’effort pour servir la charge de leur engagement du fait de la renaissance des intérêts. Comme dénoncé par Frías (2003, pp. 154–155, notre traduction), dans son discours lors de la cérémonie du groupe des 77 aux Nations Unies, « *au cours des quatre dernières années, le Venezuela a sans doute remboursé 20 milliards de dollars d’une dette qui semble être éternelle, parce que 20 milliards de dollars ont été payés et la dette reste la même, et la tendance est à l’augmentation ; une dette éternelle* »<sup>90</sup>.

**FIGURE 4-8: CERCLE VICIEUX DU SERVICE DES INTERETS**



<sup>90</sup> La citation originale est : “*en los últimos cuatro años, Venezuela ha cancelado sin falta 20.000 millones de dólares de una deuda que parece ser eterna, porque se han pagado 20.000 millones de dólares y la deuda se mantiene igual, y la tendencia es a que crezca ; una deuda eterna*”.

La Figure 4-8 illustre le cercle vicieux du paiement des intérêts dans lequel se trouvent les pays. Du fait du manque d'un véritable moyen de paiement, le service des intérêts engendre un nouveau besoin de financement qui entraîne un nouvel endettement qui nécessitera de nouveaux paiements. Il apparaît que toute entreprise de service des intérêts reproduit inévitablement la dette. Suivant les travaux de Schmitt (1987, 2000b, 2005) et de Cencini (1991, 1995, 2012c, 2015), seul un excédent dont la valeur est le double des intérêts permet aux pays endettés de payer les intérêts sans recourir à une nouvelle dette extérieure. La quasi-impossibilité des pays en développement de dégager un excédent qui soit égal au double des intérêts fait croître de façon exponentielle le niveau d'endettement de ces derniers d'où la qualification de dette éternelle ("*la deuda eterna*") par Fidel Castro<sup>91</sup>. Dans ces conditions, aucune issue favorable ne peut se présenter aux pays endettés dans la mesure où les paiements qui devraient diminuer le niveau d'endettement, donnent naissance à un nouvel endettement qui nécessite de nouveaux services. L'ordre nécessite impérativement la suppression de ce vice des paiements internationaux en mettant en place un nouveau système de paiement international qui établira des paiements qui ne conduisent pas à la malformation de la dette extérieure (Schmitt, 1987, 2004, 2012c).

La seconde possibilité qui s'offre au pays A, pour satisfaire la contrainte monétaire de ses paiements, consisterait à puiser dans ses réserves officielles afin d'élever le niveau des recettes monétaire à celui des dépenses. Comparativement à la première possibilité, cette dernière donne l'illusion aux acteurs économiques que les intérêts ne sont payés qu'une et une seule fois. Toutefois, une analyse des effets de cette option montre qu'ils sont similaires à la première.

L'utilisation de cette alternative fait réduire le volume de réserves internationales qui par définition représentent les créances détenues par un pays vis-à-vis du reste du monde. En conséquence, cette option fait baisser les créances détenues par A envers R. Les créances et la dette étant les deux faces d'une même pièce, la diminution des créances a le même impact qu'une augmentation de la dette puisque l'une ou l'autre détériore la position extérieure du pays. Ainsi, malgré l'utilisation du compte de réserves du pays, ce dernier n'échappe pas au double service des intérêts. En représentant par  $R_{in}$  le montant de réserve que le pays A sacrifie

---

<sup>91</sup> Cité par Frías (2002).

pour élever le niveau de ses dépenses au niveau de ses emprunts, l'équilibre qui caractérise la balance des paiements extérieurs après paiements des intérêts peut se résumer comme suit :

$$IM + in = EX - ex_{in} + R_{in} + LD_{in} \quad (11)$$

L'équation (11) résume les effets de l'aspect monétaire et de l'aspect réel du service des intérêts. Bien que cette équation soit identique à l'équation (9) dans la mesure où  $ex_{in}$  est du même montant que  $R_{in}$ , elle montre que le règlement des intérêts affecte doublement les pays : d'une part le compte financier et d'autre part le compte de réserves internationales. En effet, du fait du paiement des intérêts nets débiteurs vis-à-vis du reste du monde, le pays A, avec une balance commerciale équilibrée, doit emprunter pour financer le service des intérêts. L'emprunt qui permet à A de financer le paiement des intérêts nets débiteurs dans notre exemple correspond au solde financier de sa balance des paiements.

La finalité de tout paiement étant d'acquérir des biens réels, la conversion des gains d'intérêts par le reste du monde en produits de A se traduit par le non-paiement d'une partie des exportations de ce dernier de même valeur que les intérêts. En d'autres termes, la conversion des intérêts monétaires en biens réels se traduit par le transfert gratuit d'une partie des exportations d'une valeur de  $ex_{in}$ . Comme expliqué par Schmitt (2005, p. 15), « *[l]e paiement réel de l'intérêt est le transfert, 'exportation sans importation', du produit intérieur de l'économie [A] qui appartient de droit aux investisseurs étrangers : cette exportation d'un produit de [A] ( $ex_{in}$ ) est d'abord payée par R ; mais elle l'est en une monnaie de crédit (en dollars par exemple) ; puis ce paiement est restitué à R, qui importe  $ex_{in}$  gratuitement* ». Cette situation fait baisser les recettes que A devrait recevoir de ses exportations et il empêche l'augmentation de celles-ci au niveau des dépenses. La diminution de recettes est compensée par une diminution des réserves d'une valeur de  $R_{in}$  du pays A, qui lui permet de hisser le niveau de ses recettes au niveau de ses dépenses. Autrement dit, le pays puise dans le compte de réserves internationales pour compenser la perte de revenu du fait de transfert de biens réels.

Une conclusion partielle est ainsi atteinte car il apparaît que le financement du service des intérêts affecte simultanément le compte financier, à travers l'augmentation de la dette extérieure, et le compte de réserves internationales à travers la baisse du volume des réserves. Le service des intérêts est donc double pour les pays. Un premier coût du paiement des intérêts est réel du fait même de la finalité de toute entreprise de paiement. Etant donné que « dans le monde réel, l'intérêt est d'abord payé par la dépense d'une somme de devises étrangères »

(Schmitt, 2000a, p. 9), le paiement des intérêts en devises vient s'additionner au service des intérêts. Nous concluons alors avec Cencini et Rossi (2015, p. 212, notre traduction) que « *le nouveau prêt du pays A,  $LD_{in}$ , couvre la moitié de la différence, l'autre moitié étant couverte par les réserves officielles de A [ $R_{in}$ ]* ».

#### **4.2.2. Analyse de la charge du double service des intérêts**

Selon la théorie des émissions, tout paiement dans l'économie nationale est instantanément en termes monétaires et réels. Le paiement est en termes réels du fait du contenu des revenus monétaires qui le caractérise. L'objet est donc d'acquérir des biens et services ou des actifs financiers. Le paiement domestique est en termes monétaires du fait de la fonction véhiculaire que joue la monnaie dans le mouvement des biens réels. Ainsi, lorsque la production prend la forme monétaire, elle apporte des revenus monétaires qui sont un pouvoir d'achat sur les biens disponibles. Dans ces conditions, nous ne pouvons pas conclure que les paiements en termes monétaires viennent se distinguer de leurs termes réels pour charger doublement les agents économiques. En d'autres termes, les paiements en termes monétaires et les paiements en termes réels traduisent la même réalité ; la mesure et son objet.

Cependant, cette analyse n'est valide que dans un espace monétaire homogène où la monnaie est cédée gratuitement<sup>92</sup> dans les processus de paiement pour servir de véhicule de biens réels. Cette particularité nécessite de déterminer si l'objet de chaque aspect du service de la dette extérieure est homogène. Si les paiements ont la même finalité, les paiements en termes réels et ceux en termes monétaires traduiraient une même réalité.

À priori, on peut conclure de la double charge du service des intérêts dans la mesure où celui-ci réduit non seulement les réserves officielles, donc une perte d'intérêts créditeurs à percevoir, mais aussi se traduit par une augmentation de l'endettement extérieur qui nécessitera de payer le principal et des intérêts débiteurs. Le double coût du paiement des intérêts est une conséquence logique de ses effets sur la position extérieure du pays qui se détériore de deux fois du montant des intérêts débiteurs.

Si les deux flux de paiement représentaient la même réalité, l'aspect monétaire ne devrait pas se traduire par un besoin supplémentaire de financement au-delà de sa valeur *in*.

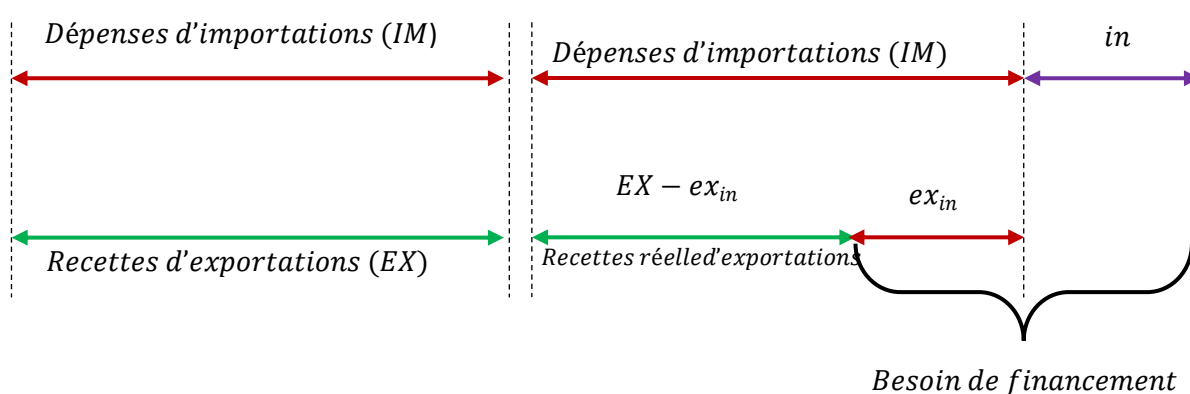
---

<sup>92</sup> C'est l'une des caractéristiques des systèmes monétaires internationaux.

Comme l'explique Cencini (2005a, p. 233, notre traduction), « si les intérêts étaient réglés par un seul flux, les réserves officielles de A ne seraient pas affectées. Comme nous avons tenté de le montrer, ce serait effectivement le cas si  $i$  était payé par le transfert à R (les pays créanciers) d'un revenu intérieur de R. Si le nouveau prêt obtenu par A pour couvrir son déficit courant donnait à A un pouvoir d'achat positif sur la production de R,  $i$  ne serait payé qu'une seule fois, puisque  $im_i$  —les importations qui restent impayées du fait du paiement de  $i$  par le compte courant— seraient immédiatement compensées par le nouveau prêt ». Cependant, le constat alarmant est que le paiement des intérêts crée en plus de son propre besoin de financement, un nouveau gap financier matérialisé par la baisse des recettes extérieures des pays endettés comme présenté dans la figure ci-dessous.

Une analyse des différents flux de paiement montre que le coût de service des intérêts est double. La Figure 4-9 illustre les différents écarts engendrés par les différents flux. Avant le service des intérêts, les résidents de R paient les exportations de A qui s'élèvent à une valeur de  $EX$ . Ces paiements compensent les dépenses d'importations des résidents de l'économie A.

**FIGURE 4-9 : EFFETS DU SERVICE DES INTERETS SUR LES FLUX DE PAIEMENTS**



**Situation avant le service des intérêts**

**Situation après le service des intérêts**

Toutefois, le service des intérêts vient augmenter le niveau de dépense de  $in$ . Pour faire face à cette dépense, les résidents doivent exporter sans contrepartie une partie de leur production nationale. Par exemple, supposons qu'un résident de l'économie entreprend de payer les intérêts sur sa dette à l'étranger. De ce fait, il donne l'ordre à sa banque de transférer



à son partenaire du reste du monde par exemple le montant de ses intérêts  $in$ . Ce transfert se réalisant en devises, en se procurant de la somme de devises d'un montant de  $in$  sur le marché financier, les résidents de A provoquent l'endettement de leur pays du fait du transfert du paiement de ces derniers aux résidents de R. Or, étant donné que cet emprunt ne procure pas un pouvoir d'achat positif sur la production de R à A, en transférant  $in$  au reste du monde, tout se passe comme si A restituait à R une partie des recettes de son exportation dans la mesure où l'emprunt est un paiement en avance d'une partie des importations de R. En conséquence, la baisse des recettes qui accompagne ce transfert unilatéral d'une partie de la production nationale vient élargir le gap du service des intérêts qui devient double : un monétaire et l'autre réel.

Schmitt étudie les deux gaps pour déterminer leur objet respectif. Concernant le gap réel, il vient de la nécessité pour le débiteur de transférer au créditeur des biens réels. La Figure 4-10 illustre ce gap. Ces biens réels étant une partie des exportations de l'économie débitrice et un transfert unilatéral, ils ne procurent aucune recette au pays débiteur. Cette situation entraîne la diminution du "pouvoir d'importation"<sup>93</sup> du pays A. Suivant Schmitt (2000a, 2004), cette perte est compensée par un emprunt d'une valeur de  $LD_{in}$  qui restaure le pouvoir d'achat du pays débiteur. Grâce à cet emprunt, le pouvoir d'importation augmente de  $im_{in}$ , et vient contrebalancer la réduction des recettes d'exportations du fait du transfert gratuit vers le reste du monde de  $ex_{in}$ . Ainsi, comme le dit Schmitt (2004, p. 23), « *l'écart réel créé dans le flux circulaire des exportations et des importations est couvert par les "ressources nettes"* ». Les ressources nettes sont définies par la Banque Mondiale<sup>94</sup> comme étant le décaissement du prêt auquel on soustrait les paiements du principal.

Le second écart engendré par le service des intérêts est l'écart monétaire (Figure 4-11). Il vient du fait que dans un environnement monétaire hétérogène, « le service des dettes extérieures n'est jamais effectué en pouvoir d'achat ; il l'est au contraire toujours en MONNAIE : tous les transferts opérés entre les nations sont MONÉTAIRES et non financiers ». Dans la mesure où le service des intérêts en termes réels finance une partie des importations de l'économie créditrice (Cencini et Rossi, 2015), le besoin de financement

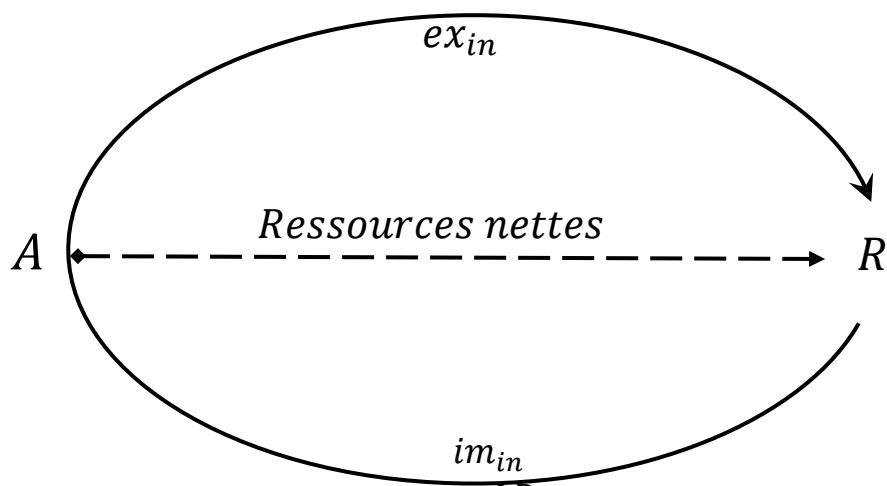
---

<sup>93</sup> Keynes (1929a, p. 179) parle de "aggregate of money-earning" ou gain de monnaie agrégé pour désigner le pouvoir d'achat étranger. Dans notre analyse le transfert unilatéral diminue ce gain monétaire agrégé. Cette diminution limite les importations du pays déficitaire.

<sup>94</sup> La définition est déduite à partir du tableau descriptif établi par la banque mondiale repris à l'annexe (World Bank, 2003).

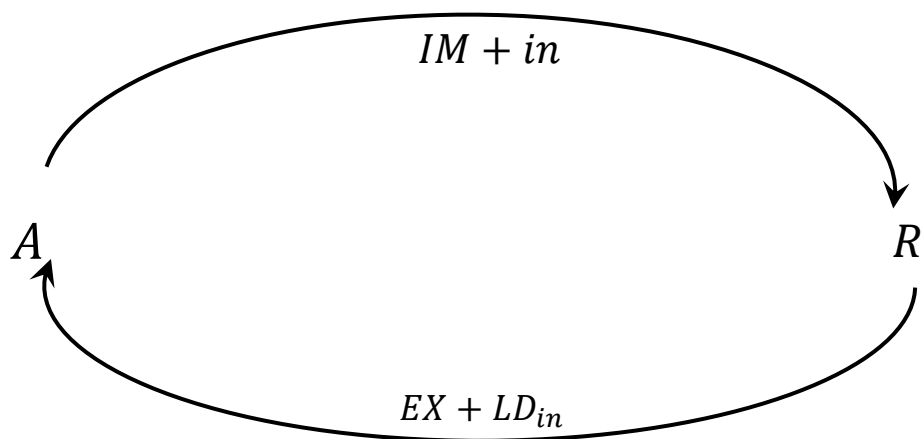
monétaire des paiements extérieurs s'agrandit. Qualifié d'écart monétaire par Schmitt (2004, p. 8), il est « *généré par le paiement des intérêts en même temps que le déficit réel attend d'être comblé à son tour* ».

**FIGURE 4-10: L'ECART REEL DU SERVICE DES INTERETS**



Source : Adapté à partir de Schmitt (2004, p. 23)

**FIGURE 4-11: L'ECART MONETAIRE DU SERVICE DES INTERETS**

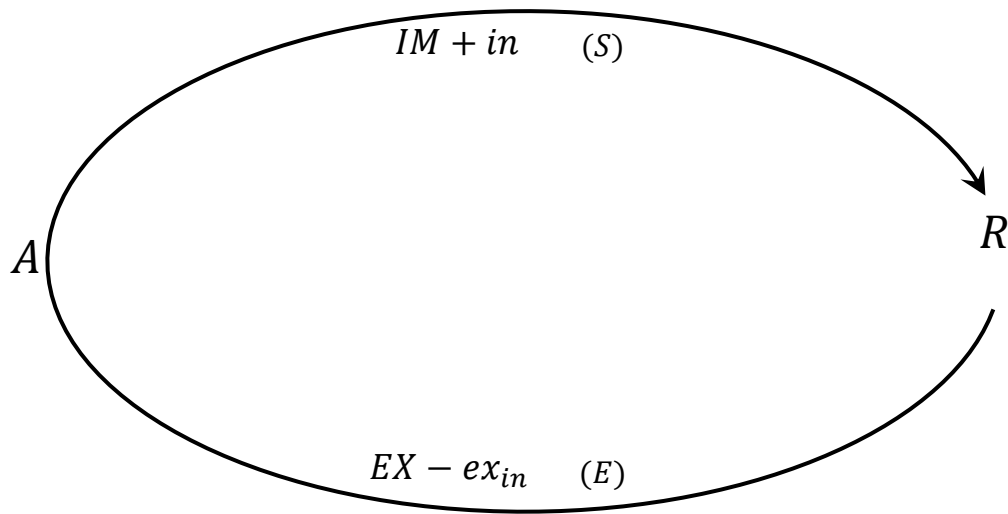


Source : Adapté à partir de Schmitt (2004, p. 28)

La juxtaposition des deux écarts permet de déterminer le coût total du service des intérêts qui pèse sur les économies. La Figure 4-12 présente la combinaison des deux écarts. Les entrées de l'économie A, c'est-à-dire les recettes d'exportations qu'elle perçoit réellement,

sont nettes de la valeur économique des intérêts. Les sorties, qui définissent les dépenses monétaires, quant à elles sont augmentées de la valeur des intérêts.

**FIGURE 4-12: LE DOUBLE ECART DU SERVICE DES INTERETS**



Source : Cencini et Rossi (2015, p. 213)

Compte tenu du fait du paiement des intérêts le débiteur dépense plus qu'il ne gagne, en faisant la différence entre les sorties  $(S)$  et les entrées  $(E)$ , nous obtenons exactement le coût total des intérêts sur le pays  $A$ . La différence positive entre les sorties et les entrées est égale au coût réel supporté par le pays  $A$  lors du service de sa dette de  $in$ . Si la valeur de cette différence est égale à  $in$ , alors le pays  $A$  paie ses intérêts à la hauteur de son endettement. Une valeur inférieure à  $in$  impliquerait que le pays endetté est un "free rider" qui ne paie pas les intérêts qu'il doit réellement tandis qu'une valeur supérieure à  $in$  implique que le débiteur paie plus d'intérêts qu'il n'en doit.

Etant donné que le paiement en termes réels  $ex_{in}$  et celui en termes monétaires  $in$  sont de mêmes montants, en posant  $ex_{in} = in$  alors la différence entre les sorties et les entrées se présente comme suit :

$$(S) - (E) = 2in \quad (12)$$

L'équation (12) montre que le coût supporté par les pays pour servir les intérêts d'une valeur de  $in$  est de  $2in$ . Cette situation s'explique par le fait que l'économie  $A$  ne possédant pas le moyen de paiement du créancier devra se le procurer afin de véhiculer la valeur

économique de  $ex_{in}$ . Dans ces conditions, la détérioration du compte courant de  $ex_{in}$  et celle du compte financier de  $in$  due à l'endettement pour acquérir les moyens de paiements dans le but de transmettre  $ex_{in}$  aux créanciers, montre que le pays  $A$  sert doublement les intérêts (Cencini, Gnos et Rossi, 2016). Un premier service est imputé aux résidents d'une valeur de  $ex_{in}$  et un second paiement est à la charge du pays en tant qu'ensemble d'une valeur de  $in$ .

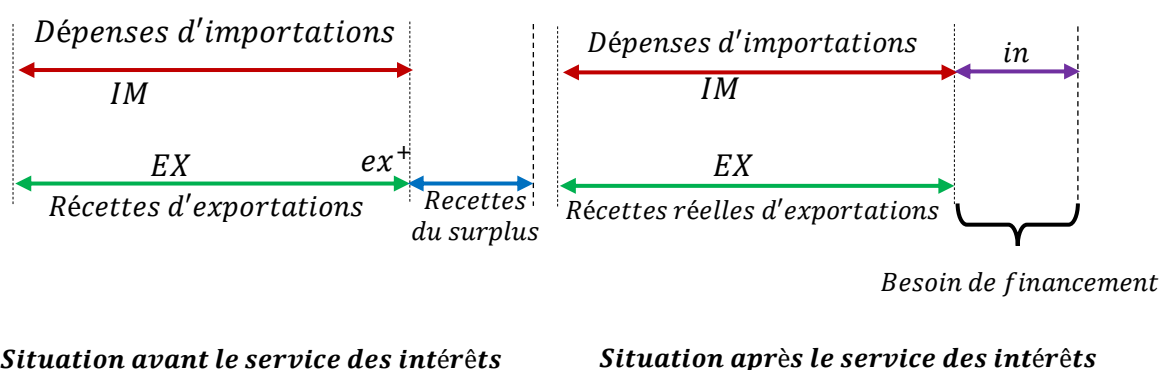
Si dans la pratique ces deux charges s'observent isolément car elles affectent le compte financier et le compte de réserves, théoriquement, il est également inconsistant de les fusionner comme traduisant une même réalité. En effet, dire que le service des intérêts en termes monétaires et en terme celui en termes réels ont un objet homogène, et de ce fait l'un exprime l'autre, reviendrait une fois de plus à admettre que les devises émises à l'extérieur puissent avoir pour contenu la production domestique. Un tel résultat ne peut être défendu que dans une conception dichotomique de la relation entre monnaie et produit. En plus d'être inconséquente, cette conclusion reviendrait à nier l'existence, au niveau international, d'espaces monétaires hétérogènes qui est une caractéristique reconnue par les praticiens et les théoriciens de tout bord. Une telle conclusion est absurde dans la mesure où l'existence de zones monétaires distinctes est un fait reconnu par tous. Le service de la dette extérieure des pays en monnaie étrangère est donc double lorsque le pays débiteur a une balance commerciale équilibrée. Qu'en est-il lorsque la balance commerciale est déséquilibrée ?

### **4.2.3. Généralisation du double service des intérêts**

Dans l'analyse précédente, nous sommes partis d'une situation où le besoin de financement du pays débiteur est créé par le service des intérêts. La généralisation nécessite d'analyser également l'effet du service des intérêts sur la balance commerciale en déséquilibre. Cette section montre que quel que soit le signe de la balance commerciale, le service des intérêts nets débiteurs en monnaie étrangère provoque leur duplication dans le présent système monétaire international.

En empruntant la même méthodologie pour analyser les effets du service des intérêts en monnaie étrangère sur les pays en situation d'excédent commercial, il apparaît qu'aussi longtemps que l'excédent serait en dessous du double de la valeur des intérêts nets débiteurs, les pays perdront une partie de leur créance et/ou s'endetteront à nouveau pour payer les intérêts.

**FIGURE 4-13: FLUX MONÉTAIRE DU SERVICE D'INTERET EN SITUATION D'EXCEDENT COMMERCIAL DE MEME VALEUR QUE LES INTERETS**



Supposons que le pays A, au lieu d'avoir une balance commerciale équilibrée, ait une balance excédentaire vis-à-vis du reste du monde. Soit  $ex^+$  la valeur de l'excédent du pays endetté vis-à-vis du reste du monde. En d'autres termes, la différence entre les exportations et les importations du pays A est égale à  $ex^+$ . Nous considérons  $IM$  comme les importations compensées par les exportations  $EX$  et sur la période considérée où A paie des intérêts nets débiteurs d'une valeur de  $in$  au reste du monde. Dans un premier temps, nous supposons que  $ex^+$  a la même valeur que  $in$  et par la suite nous généraliserons aux autres cas qui peuvent se présenter en fonction de la valeur de l'excédent réalisé. La Figure 4-13 décrit les effets du paiement des intérêts que le pays endetté verse au reste du monde.

Comme précédemment démontré, le paiement des intérêts entraîne le non-paiement d'une partie des exportations de même valeur que  $in$  qui est exportée sous forme de transfert unilatéral. Étant donné son appellation, le transfert unilatéral indique que le pays endetté ne reçoit rien en contrepartie de son exportation. Les importations du reste du monde d'une valeur de  $in$  n'étant pas payées, les recettes réelles perçues par A sont donc réduites de la valeur des intérêts  $in$  que nous avons supposés égaux au surplus commercial  $ex^+$ . En d'autres termes, les recettes réelles du pays A sont égales aux exportations compensées par les importations  $EX$  du

fait de l'aspect réel des paiements. L'effet des paiements en termes réels est donc l'absorption du surplus commercial.

Les dépenses quant à elles, restent égales aux importations compensées augmentées des intérêts ( $IM + in$ ). Contrairement aux paiements qui absorbent le surplus dans les recettes perçues par l'économie A, les dépenses d'importations sont majorées des intérêts du fait du besoin d'instrument véhiculaire dans les paiements.

La combinaison des effets de l'aspect réel et de l'aspect monétaire montre que malgré le surplus commercial de même valeur que les intérêts, le service des intérêts crée un besoin supplémentaire de financement après avoir absorbé l'excédent commercial. À partir de l'identité de la balance des paiements, nous pouvons confirmer cette charge supplémentaire qui vient peser sur les pays malgré un surplus commercial équivalent à la valeur des intérêts nets à payer.

Initialement, le débiteur a un surplus commercial qui peut se formaliser comme suit :

$$EX + ex^+ \gg IM \quad (13)$$

Étant donné que la finalité des paiements extérieurs est d'acquérir des biens réels, le service des intérêts impose à A de transférer gratuitement une partie de ses exportations  $ex_{in}$ . En introduisant l'aspect réel du service des intérêts dans l'inéquation (13), nous obtenons l'équation (14).

$$EX + ex^+ - ex_{in} = IM \quad (14)$$

L'équilibre se rétablit lorsque l'économie transfère de façon unilatérale une partie de ses exportations  $ex_{in}$ . Tout semble montrer que le débiteur est libre de son engagement. Cette situation serait effectivement finale s'il existait une monnaie de paiement au niveau international qui transmettrait, par le seul et unique service, les biens réels aux créanciers. L'absence de monnaie internationale conduit malheureusement à emprunter l'instrument véhiculaire afin de transmettre les biens réels au reste du monde.

Une analyse des dépenses monétaires de part et d'autre montre que celles du pays viennent déséquilibrer la relation précédente. En effet, du côté des résidents du reste du monde, les importations sont entièrement payées à la hauteur de  $EX + ex^+$ . De son côté, A reçoit dans

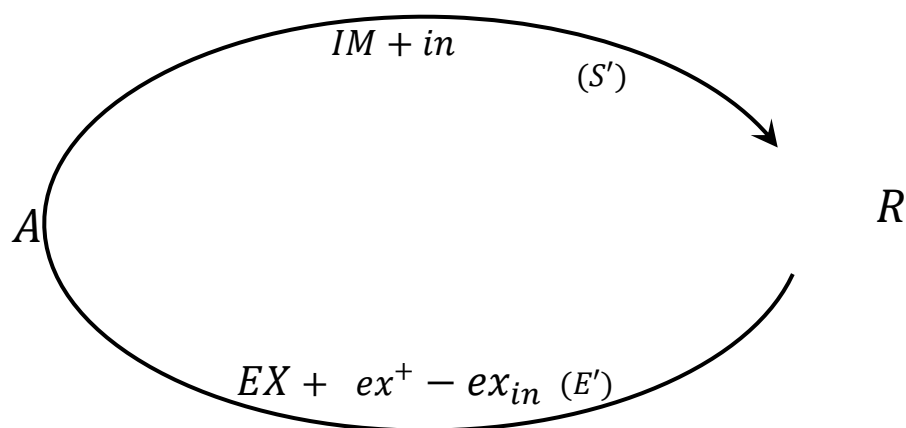
un premier temps le montant versé par R. Cependant, du fait du paiement des intérêts, le pays A retourne aux créanciers une partie des recettes d'exportations d'une valeur de  $in$ . Ce transfert a pour conséquence d'augmenter les dépenses monétaires de A et réduit les recettes d'exportations. Inversement, les dépenses monétaires de R sont réduites de  $ex_{in}$ . En d'autres termes, en transférant une partie des recettes à R, tout se passe comme si A payait une partie des importations du reste du monde.

$$EX + ex^+ - ex_{in} \ll IM + in \quad (15)$$

En réduisant les recettes effectives perçues et en augmentant les dépenses monétaires, le service monétaire des intérêts vient créer un déséquilibre comme décrit dans la relation (15). Pour faire face à cette dépense, le pays débiteur peut puiser dans ses réserves officielles comme décrit précédemment, ou emprunter sur les marchés financiers pour empêcher la baisse des réserves. Malgré le surplus commercial, le pays A supporte un coût supplémentaire lors du service des intérêts.

$$EX + ex^+ - ex_{in} + R_{in} \equiv IM + in \quad (16)$$

**FIGURE 4-14: ECART DU SERVICE DES INTERETS EN SITUATION DE SURPLUS COMMERCIALE DE LA MEME VALEUR QUE LES INTERETS**



Source : Adapté à partir de Cencini et Rossi (2015, p. 213)

L'identité 16 montre comment les réserves monétaires permettent d'établir l'équilibre en élevant le niveau des recettes monétaires au niveau des dépenses monétaires. Il résulte que le service des intérêts fait non seulement baisser les réserves officielles mais aussi détériore le compte courant. Même si le pays dégage un surplus de même valeur que les intérêts nets débiteurs, les paiements monétaires viennent introduire des déséquilibres et contraignent les débiteurs à emprunter ou à puiser dans leurs réserves. Le coût des paiements est donc double. La Figure 4-14 illustre les effets des paiements en termes monétaires lors du service des intérêts sur un pays ayant un surplus commercial de même valeur que le montant des intérêts.

En faisant la différence entre les sorties ( $S'$ ) et les entrées ( $E'$ ), nous obtenons le besoin de financement qui se répercute sur le pays du fait de la structure pathologique des paiements extérieurs.

$$(S') - (E') = in \quad (17)$$

L'équation bilan (17) montre que malgré l'excédent dont la valeur équivaut aux intérêts à payer par le pays endetté, le besoin de financement net demeure  $in$ , la valeur initiale des intérêts débiteurs. En d'autres termes, l'excédent réel ne permet pas à lui seul de financer les intérêts de la dette du pays A. La double charge du paiement des intérêts devient facilement apparente dès lors que malgré le paiement en termes réels qui affecte négativement le compte courant, l'aspect monétaire demeure et est réglé à travers l'augmentation de la dette ou la diminution des réserves de devises. Ces deux charges s'ajoutent l'une à l'autre car comme précédemment démontré, la production domestique ne peut constituer l'objet de l'émission des devises utilisées pour le service monétaire de la dette. La production nationale et les devises constituent deux réalités distinctes l'une de l'autre. La possession de la production ne se traduit pas par la possession du revenu monétaire en devises. Inversement, le revenu monétaire en devises ne peut se transmettre par la seule et unique opération de transfert de la production domestique.

À partir de cette conclusion, nous déduisons les autres effets du paiement des intérêts suivant que la valeur de l'excédent extérieur du pays est supérieure ou inférieure aux intérêts à payer. Pour ce faire, nous partons des équations d'entrée et de sortie afin d'aboutir au besoin de financement.



Nous savons que le pays A paie  $IM + in$  pour ses importations et des intérêts de la période. Aussi, comme nous l'avons démontré, le paiement des intérêts implique le non-paiement d'une partie des exportations que nous avons notées  $ex_{in}$ . La conséquence est que les recettes effectives de A vont s'établir à  $(EX + ex^+ - ex_{in})$  dans le cas où celles-ci sont excédentaires. Ainsi, en reprenant les équations d'entrées et de sorties nous obtenons les besoins de financement suivant l'excédent dégagé par le pays A.

$$IM + in \quad (S'')$$

$$EX + ex^+ - ex_{in} \quad (E'')$$

$$(S'') - (E'') = in + ex_{in} - ex^+$$

Dans la mesure où  $in = ex_{in}$  alors nous trouvons que :

$$(S'') - (E'') = 2in - ex^+. \quad (18)$$

La condition qui permet au pays A de ne pas recourir à un financement extérieur pour le paiement des intérêts est que son excédent d'exportations soit le double de la valeur des intérêts à payer. En d'autres termes, lorsque  $ex^+ = 2in$ , le besoin de financement engendré par le service des intérêts est nul. Supposons maintenant que :

$$ex^+ < in$$

Soit  $in^+$  la valeur des intérêts non compensés par le surplus. Posons  $in^+ = in - ex^+$ . En remplaçant dans l'équation (18), le besoin de financement restant à combler est :

$$(S'') - (E'') = in + in^+$$

Si la charge des intérêts était unique, le besoin de financement devrait s'établir à  $in^+$  c'est-à-dire la différence entre la valeur de l'excédent et celle des intérêts à payer. Cependant, la duplication imposée par l'architecture actuelle des paiements internationaux, établit le besoin de financement du pays déficitaire à  $in + in^+$ .

Considérons encore le cas suivant :  $in < ex^+ < 2in$

Supposons positif, l'écart entre le surplus et le montant des intérêts à payer. En posant,  $in^- = ex^+ - in$  et l'introduisant dans l'équation (18), nous obtenons :

$$(S'') - (E'') = in - in^-$$

Au lieu d'avoir une capacité de financement de  $in^-$  vis-à-vis du reste du monde, le pays débiteur se trouve avec un besoin de financement à combler. Ce besoin de financement s'explique par le coût d'acquisition du moyen de paiement permettant de transmettre au reste du monde la valeur économique des intérêts. Bien que le pays ait un excédent extérieur supérieur à la valeur des intérêts nets à payer, celui-ci est contraint d'emprunter pour le montant  $in - in^-$  afin d'honorer entièrement la charge de la dette. S'il existait au niveau international une véritable institution de paiements internationaux,  $in^-$  serait une créance du débiteur vis-à-vis du reste du monde et pourrait permettre au pays d'effacer une partie de son principal et partant les intérêts futurs. L'absence d'une telle institution au niveau international mène les pays à accumuler la dette ou à perdre une partie de leur créance pour juste acquérir un moyen de paiement qui par nature est sans valeur.

En somme, l'excédent commercial nécessaire pour payer les intérêts, sans contracter de nouveaux engagements ou affecter le compte de réserve, doit être le double de la valeur des intérêts nets débiteurs (équation (18)). Lorsque le surplus commercial est en dessous des intérêts, pour servir ces derniers le pays débiteur contracte de nouveaux engagements ou puise dans les réserves officielles à hauteur de  $(2in - ex^+)$ . Le service des intérêts est donc nécessairement double dans l'architecture actuelle des paiements internationaux. Ainsi, nous pouvons donc convenir également que « [l]e *théorème de l'intérêt* est un « *théorème d'impossibilité* » : *dans l'espace international il est formellement impossible que les intérêts nets soient versés une seule fois étant donné qu'ils sont servis en unités de monnaie de crédit* » (Schmitt, 2005, p. 27).

### 4.3. La duplication dans l'analyse économique internationale

Si la plupart des auteurs ignorent la duplication des paiements extérieurs, nous trouvons chez certains auteurs des éléments qui vont dans le sens de la duplication des paiements extérieurs. Cette section se donne pour objectif de relever les différents éléments de la littérature économique qui traduisent des effets de la duplication des paiements extérieurs.

Nous présentons l'analyse dominante des paiements internationaux et analysons ensuite l'analyse de Keynes sur l'effet du paiement de la dette extérieure.

### **4.3.1. L'analyse dominante et la duplication**

Certains résultats du mainstream de l'économie internationale font apparaître des éléments qui peuvent traduire le double coût du paiement des déficits extérieurs. Toutefois, cette duplication des paiements extérieurs est partielle ou limitée du fait de la conception dichotomique entre la monnaie et les grandeurs réelles.

Suivant le paradigme dominant, les paiements internationaux se finalisent lorsque l'exportateur est crédité, par les importateurs, de la somme nécessaire. Le marché des changes est au centre de ces analyses. En effet, ces dernières soutiennent que les pays échangent leur monnaie sur le marché des changes afin de se procurer des devises pour effectuer les paiements nécessaires aux exportateurs. De ce fait l'endettement serait à charge unique car le pays dépenserait uniquement une partie de son revenu national pour acquérir les devises. Dans ces conditions, n'y aurait pas de malformation de la dette extérieure.

Certains effets des fluctuations de change qu'engendrent de tels paiements sont relevés par les auteurs. Dans un régime de changes flottants, les mouvements de change déboucheraient sur un équilibre multiple qui entraînerait l'instabilité des changes et partant des conséquences désastreuses sur l'économie (Moosa, 2005). L'un des effets pervers de cette instabilité relevé par la théorie dominante serait l'incertitude que cela peut provoquer chez les investisseurs et réduire les investissements dans le pays (Baldwin et Krugman, 1989 ; Hooper et Kohlhagen, 1978 ; Kenen et Rodrik, 1986 ; Moosa, 2005 ; Viaene et de Vries, 1992). La réduction de l'investissement entraînerait la baisse de la production qui traduirait le second coût des paiements extérieurs. En abordant le problème sous l'angle comportemental, cette approche ne peut s'apercevoir de ce dysfonctionnement qui affecte la structure du système monétaire international. Selon les auteurs, dans un régime de changes flexibles, les fluctuations des changes peuvent plonger les économies en développement en récession et affecter négativement le niveau d'endettement (Calvo et Reinhart, 2002 ; Moosa, 2005 ; Reinhart, 2000). Comme soutenu par Moosa (2005, p. 80, notre traduction), « *les taux de change flottants ne sont pas appropriés pour les pays en développement car ils ont tendance à être très volatils et peuvent facilement aller au-delà de ce que dictent les fondamentaux économiques, ce qui a*

*un impact négatif sur le commerce, l'investissement et la croissance »*. La raison de ces effets pervers viendrait selon les auteurs du faible niveau de développement financier de ces pays pour contrer ces effets (Black, 1976 ; McKinnon, 1979 ; Moosa, 2005). Dans ces conditions, les pays développés restent également affectés négativement par les fluctuations de change mais arrivent à les contenir en recourant aux marchés financiers. Les effets pervers apparaissent inévitablement comme un coût pour les pays engagés dans les échanges internationaux car il coûte une baisse de l'emploi aux économies émergentes) et, aux pays développés une dette pour les contrer.

En régime de changes fixes, étant donné que les paiements des déséquilibres affectent la relation de change, les pays entreprennent les politiques de stérilisation pour maintenir la parité fixe. Comme exprimé par Krugman et al. (2012, p. 493, nous traduisons), effectivement, pour maintenir le taux de change fixe en présence de déficits, *« la banque centrale peut annuler l'effet de l'intervention sur la masse monétaire par la stérilisation. Sans stérilisation, il existe un lien entre la balance des paiements et la masse monétaire nationale qui dépend de la manière dont les banques centrales se partagent la charge du financement des écarts de la balance des paiements »*. En d'autres termes, en présence de pressions à la dépréciation du change, les pays doivent puiser dans leur réserve de change ou emprunter sur le marché des changes afin de demander leur propre monnaie sur le marché des changes et partant ramener le taux de change à son niveau initial. En absence d'une telle stérilisation, c'est l'économie qui supportera le coût à travers l'inflation, le chômage et l'accroissement du niveau d'endettement. Le coût de l'intervention des autorités sur le marché de change n'est rien d'autre que le second coût pathologique des paiements extérieurs. Comme expliqué par Fleming et Mundell (1964, p. 15, notre traduction), *« le soutien officiel de la valeur en devises d'une monnaie est, à certains égards, analogue à un emprunt officiel à l'étranger à court terme mais renouvelable, en devises ou accompagné d'une garantie de change »*. Ce coût est généré entièrement par l'architecture défaillante des changes. Malgré ce dysfonctionnement apparent, l'analyse dominante continue de considérer les fluctuations de change et les différentes interventions comme légitimes.

Enfin, les objectifs de politiques économiques en intégration monétaire sont définis par la théorie du triangle d'incompatibilité (Fleming, 1958 ; Fleming et Mundell, 1964 ; Mundell, 1963). Une analyse de cet argument montre également que, même ignorant la duplication des paiements extérieurs, les auteurs laissent apparaître implicitement la double charge des

règlements internationaux. Selon Mundell (1963), il y a incompatibilité entre la libéralisation des capitaux, l'autonomie de la politique monétaire et le maintien d'un régime de change. Si l'objectif de l'intégration économique est de faciliter la mobilité des capitaux et booster les échanges, la problématique passe à deux dimensions où il s'agira de choisir entre un régime de changes fixes et l'autonomie de la politique monétaire. Dans ces conditions, lorsque les pays choisissent un régime de changes fixes, la politique monétaire nationale sera entièrement destinée à défendre la parité fixe plutôt que contribuer à stimuler la croissance et à réduire le chômage. Inversement, les politiques monétaires autonomes imposeraient aux pays des régimes de change flexibles. Dans cette situation, comme soutenu par Black (1976) et McKinnon (1979), les pays sont contraints de faire recours au marché financier pour amortir les effets pervers engendrés par les fluctuations de change. Que ce soient des politiques monétaires indépendantes, ou des régimes de changes flexibles, les pays déficitaires payant en monnaie étrangère n'échappent pas au coût pathologique des paiements extérieurs.

Si la duplication des paiements semble heurter le sens commun, elle se manifeste néanmoins dans les faits beaucoup plus apparents dans les réalités des échanges économiques internationaux. L'approche dominante est limitée dans capacité à appréhender ces faits en raison de sa conception microéconomique des paiements où la monnaie est une pure marchandise qui présente en soi une valeur. Ainsi, le problème est réduit à une question de maximisation des paiements et d'action sur les comportements plutôt qu'à se questionner sur les conditions d'un système de paiement régulier.

La conséquence d'une telle approche est la difficulté d'expliquer d'une manière satisfaisante l'origine de la suraccumulation de la dette extérieure et partant de proposer les mesures appropriées pour résorber le problème. En effet, en considérant la monnaie comme marchandise, cela suppose que la monnaie peut se déplacer d'une économie vers une autre entraînant l'inflation dans cette dernière et la déflation dans la première. Dans ces conditions, l'inflation et la déflation n'apparaîtront pas comme une défaillance de la structure du système monétaire international (duplication des paiements extérieurs) telle que décrite par Schmitt (1984a) mais comme le résultat du comportement de maximisation de l'utilité. L'inflation et la déflation seraient ainsi un facteur d'ajustement automatique dont l'effet est d'inverser les choix comportementaux ayant abouti à la maximisation précédente.

L'une des hypothèses qui supporte cette approche est la dissolution des frontières monétaires entre les pays. De ce fait, les monnaies des différents pays seraient issues d'un

même jeu d'écriture d'actif-passif (Cencini, 1995). Dans cette situation, les dépenses d'importation des résidents n'auraient aucun effet sur la masse monétaire ni sur le chômage et les politiques de stérilisation évoquées par (Krugman, Obstfeld et Melitz (2012) n'auraient pas de sens. C'est parce que les frontières monétaires sont présentes et essentielles dans l'analyse du système des paiements contemporains que les paiements des résidents sont déflationnistes/inflationnistes.

Aussi, la nature de la monnaie empêche que la monnaie puisse quitter son territoire d'émission pour un autre. Cette loi fondamentale de la monnaie met en cause l'hypothèse sur laquelle se repose l'analyse dominante et partant le mécanisme d'ajustement automatique. En effet, comme montré par Cencini (2017b, 2017a), c'est parce que le revenu dépensé par les résidents n'est gagné ni par la banque centrale ni par les exportateurs que les empruntent pour contrer les effets déflationnistes des paiements extérieurs sur leurs économies. La conception de la monnaie marchandise empêche donc d'apercevoir la duplication pathologique des paiements qui est un problème macroéconomique.

Malgré les limites de cette approche, les effets de la duplication des paiements extérieurs viennent s'imposer à elle. Le premier paiement est effectué par les résidents à travers la dépense du revenu national. Bien que non perçu dans l'analyse dominante, le second correspond à l'ensemble des dépenses que font les pays pour empêcher la dévaluation de leur taux de change ou éviter leur effet pervers sur l'économie domestique. Si les autorités monétaires n'interviennent pas, le second paiement se matérialise par l'inflation et le chômage. Les effets de la duplication des paiements internationaux s'imposent inévitablement à l'analyse des problèmes économiques internationaux. La difficulté qu'ont les différentes approches pour s'en apercevoir tient essentiellement à la mobilisation d'outils microéconomiques pour expliquer un dysfonctionnement structurel.

### **4.3.2. Keynes et la duplication des paiements internationaux**

La question de l'endettement extérieur a fait l'objet d'un débat rude entre la théorie dominante portée par Ohlin (1929a, 1929b) et Rueff (1929, 1965) et l'approche keynésienne portée par (Keynes, 1929ag, 1929c, 1929a) lui-même. En analysant les paiements de la réparation allemande, Rueff, Ohlin et Keynes sont unanimes sur le fait que l'augmentation des exportations est une condition nécessaire au paiement de la dette extérieure allemande (dette

de guerre). Il y a accord aussi pour ce qui est de la nécessité pour le gouvernement allemand de trouver à l'intérieur du pays des ressources internes indispensables pour faire face au coût des réparations de guerres : c'est ce que Keynes qualifie de contrainte budgétaire (*budgetary problem*). Toutefois, si cette condition est suffisante pour l'analyse dominante, Keynes soutient l'existence d'une autre contrainte dans les paiements extérieurs : c'est la contrainte de transfert (*transfer problem*).

La contrainte budgétaire suivant Keynes (1929c, p. 1, notre traduction) consiste à « *extraire les sommes nécessaires des poches du peuple allemand et de les verser sur le compte de l'agent général* ». En effet, l'objet de tout paiement est d'acquérir des biens réels, il est alors essentiel pour tout pays endetté de dégager les ressources nécessaires pour le paiement de la dette. Ces ressources peuvent être obtenues par le biais des impôts et/ou en dégageant des exportations nettes. Dans les analyses de Schmitt (2005, 2014) et Cencini (2017a, 2017b), cette contrainte est analogue à l'aspect réel des paiements extérieurs et donne lieu à une dette légitime. Si la disposition des ressources permettant de satisfaire la contrainte est une condition nécessaire du service de la dette, elle n'est pas suffisante.

Selon l'analyse de Keynes, le paiement de la dette pose une seconde contrainte au pays endetté qui consiste à « *convertir l'argent allemand ainsi reçu en devises étrangères* » (op.cit.). Le problème de transfert vient s'ajouter au problème budgétaire pour charger doublement les pays endettés. Comme l'explique Keynes (1929c, p. 4, notre traduction), « *les dépenses du peuple allemand doivent être réduites, non seulement par le montant des impôts de réparation qu'il doit payer sur ses revenus, mais aussi par une réduction le taux de change en or de la monnaie allemande en dessous de ce qu'ils seraient autrement* ». Ainsi, en plus de la perte normale de ressources des résidents allemands due aux prélèvements fiscaux, le transfert de ces ressources entraîne une perte supplémentaire de pouvoir d'achat des résidents du fait de la dévaluation du change qui augmente le volume de la dette en termes de la production domestique.

Cette seconde contrainte sera mise en discussion par la pensée dominante qui ne reconnaît que la première contrainte. En effet, dans son analyse sur le cas de la dette allemande, Rueff (1965, p. 112) soutient que lorsque l'Allemagne effectuera les prélèvements de ressources nécessaires, « *elle pourra transférer l'intégralité des sommes qu'elle aura accumulées en "marks" pour faire face au paiement des réparations* ». Suivant Rueff (1929, p. 389, 1965, p. 117), et conformément au principe de conservation du pouvoir d'achat qui

établit « *que jamais, au cours des diverses transformations économiques, le pouvoir d'achat ne se perd ou ne se crée, mais que toujours il se conserve égal à lui-même* », le pouvoir d'achat des résidents allemands ne serait pas affecté par les paiements extérieurs. Le mouvement de change qui accompagne le paiement des réparations permet, selon Rueff, d'ajuster automatiquement l'équilibre extérieur : « *les mouvements de change et de prix, autrement dit les mouvements de prix-or, qui tendent à maintenir l'équilibre d'une balance des paiements ou à le rétablir lorsqu'il a été accidentellement troublé, affectent dans la même proportion tous les prix intérieurs* ». La baisse des prix domestiques permettrait ainsi de stimuler les exportations et compenser la perte initiale de pouvoir d'achat due aux paiements extérieurs.

Pour Ohlin (1929b, 1929a) également, les résidents du pays endetté ne subissent qu'une perte de pouvoir d'achat à la hauteur du volume de leur endettement. Dans son analyse, le transfert monétaire précédant le transfert réel, il augmenterait le pouvoir d'achat des créanciers tout en diminuant celui des débiteurs. Cette augmentation de pouvoir d'achat des créanciers accroîtrait à son tour la demande intérieure (stimulée depuis l'extérieur) ce qui provoquerait une augmentation des prix dans les pays créditeurs et une diminution dans les pays débiteurs. Cet ajustement automatique des prix permet selon Ohlin d'inverser le sens des exportations en favorisant le pays endetté et d'établir l'équilibre de la balance des paiements internationaux. En d'autres termes, la réduction du pouvoir d'achat des pays déficitaires est neutralisée par une augmentation de leurs exportations.

Si Keynes accepte le principe d'ajustement de la balance des paiements, son analyse en termes de production domestique montre que cet ajustement est coûteux pour les pays endettés. En effet, suivant sa thèse, la baisse des prix de produits domestiques n'est pas seulement un changement monétaire comme conçu par Ohlin et Rueff, mais aussi réel car elle augmentera la valeur de la production domestique nécessaire pour le paiement d'un même volume donné de la dette. Keynes (1929b, p. 405, traduite) réfute de ce fait le principe de conservation de pouvoir d'achat de Rueff (1929) du fait que « *la population de l'État débiteur subit une perte de pouvoir d'achat supérieure à l'équivalent initial du montant de la dette* ». Il soutient que les mécanismes d'ajustement de change et des prix sont établis grâce au dysfonctionnement économique et sociale qu'ils apportent. Ainsi, lorsque Rueff (1929, 1965) avance l'exemple l'ajustement du franc entre 1921 et 1924 pour expliquer l'absence d'une contrainte de transfert, Keynes (1929b, p. 406, nous traduisons) explique que « *les violents troubles sociaux, l'énorme redistribution des fortunes et la dénonciation générale des contrats préexistants, qui ont accompagné*



*l'histoire prolongée et désastreuse de la dépréciation du franc à un cinquième de sa valeur précédente, ne constituent guère un exemple heureux de la facilité d'ajustement des choses ».* Les dysfonctionnements économiques engendrés par les paiements extérieurs sont donc l'un des aspects du problème de transfert.

Le service de la dette impose donc au pays de résoudre des problèmes distincts. D'une part, il s'agira pour le débiteur de dégager les ressources nécessaires à travers l'augmentation des entrées fiscales et, d'autre part, d'obtenir les devises nécessaires pour résoudre les problèmes de transfert. Pour ce faire, les pays endettés doivent réaliser un emprunt supplémentaire en raison du problème de transfert identifié par Keynes (1929a, p. 180-181). C'est pourquoi Keynes (1929b, p. 408, notre traduction) soutient que demander aux pays endettés *« de payer des réparations sans emprunter - c'est pour moi le noyau de tout le problème »*. Dans les analyses de Schmitt et de Cencini, la contrainte de transfert équivaut au paiement en devises induit par le déficit extérieur.

Si Keynes a eu l'intuition du double service de la dette, son objectif était de montrer que l'Allemagne paierait plus que le volume de dette qui lui a été infligé (Rueff, 1965a, p. 110-112). Ce coût supplémentaire de la dette que l'Allemagne va supporter pourrait dans cette perspective la décourager à honorer ses engagements et provoquer une nouvelle guerre. L'analyse de Keynes ne consistait pas à incriminer le système de paiements internationaux mais de montrer que les réparations allemandes vont peser sur ce pays plus que ce qui était défini dans les accords. En effet, l'idée est que si les créanciers voudrait que l'Allemagne honore ses engagements, il faudrait l'accorder plus de crédit afin qu'elle puisse satisfaire la contrainte de transfert (Keynes, 1929a). En absence de ce crédit suffisant, l'Allemagne sera contrainte de faire défaut. La suite de l'histoire donne raison à Keynes avec la cessation des paiements allemands.

Les analyses contemporaines vont par la suite intégrer le problème du transfert dans leurs études sans pour autant l'imputer à une défaillance du système monétaire international. Par exemple, dans certaines analyses, le problème du transfert est identifié au problème de liquidité qui est temporelle et non structurelle. Il sera par ailleurs utilisé pour présenter le défaut de liquidité comme la cause principale des crises de dettes souveraines plutôt qu'attribuer la responsabilité principale à un système de paiements internationaux dysfonctionnel (Cline, 1995; Krugman, 1999).

Néanmoins, bien que ne mobilisant pas l'argument dans son projet de bancor (Keynes, 1980a), il apparaît intuitivement chez Keynes que le problème de transfert est le fait de l'absence d'une monnaie internationale. Par exemple, dans la Théorie Général, conscient des effets néfastes du protectionnisme économique, Keynes (1936) recommande tout de même le protectionnisme aux économies du fait de la défaillance du système monétaire international à empêcher que les paiements extérieurs génèrent des déséquilibres économiques internes. Bien que la duplication des paiements extérieurs ne soit pas véritablement mis en exergue dans les analyses de Schumacher (1943) puis de Nogaro (1945, 1947) sur la nécessité d'une monnaie internationale, cette intuition s'aperçoit également chez ces derniers. Suivant Nogaro (1945, 1947), les paiements extérieurs font perdre au pays déficitaire son stock d'or en plus de ses produits. Malheureusement cette intuition n'évoluera pas ni dans les études de Keynes lui-même, qui reconnaît toutefois la nécessité d'une monnaie internationale dans l'espace international sans pour autant identifier la pathologie au cœur de cette absence, ni par les développements des analyses après Keynes qui n'accordent presque aucune importance à cette intuition originale. La découverte de Schmitt vient ainsi mettre en lumière le dysfonctionnement central au cœur des échanges économiques extérieurs sous les différents régimes monétaires internationaux expérimentés jusque-là. La duplication des paiements extérieurs devient un argument solide pour la nécessité de la mise en place d'une monnaie de paiement à part entière au niveau international.

## **Conclusion**

L'analyse de la structure des paiements internationaux montre que les pays souffrent d'une malformation de la dette extérieure : la duplication des paiements extérieurs. Cette pathologie vient de l'absence d'une monnaie nationale qui contraint les pays à mobiliser distinctement les ressources nationales et le moyen de paiement étranger pour payer leurs déficits extérieurs. Il s'agit de la contrainte de paiement en termes réels et celle en termes monétaires. La contrainte de paiement en terme réel.

La contrainte de paiement en termes réels vient du fait que le pays doit céder une partie des ressources domestiques contrepartie de leurs importations nettes de biens réels. Pour ce faire, l'économie déficitaire cède la propriété d'une partie de sa production future à celle exportatrice nette en exportant des titres financiers. Dans ces conditions, les importations nettes

de biens réels par la cession au même moment d'une partie de sa production domestique future comme en témoigne l'identité de la balance des paiements. Cette contrainte se retrouve dans l'analyse de Obstfeld (2012) sous forme de commerce intertemporel où des titres sont échangés contre des biens réels par les pays lors des échanges internationaux.

Cependant, la nécessité de payer les exportateurs étrangers en devises contraint le pays déficitaire à réaliser de nouveaux emprunts. Cet emprunt permet satisfaire la contrainte de paiements en termes monétaires. Les devises empruntées sont immédiatement dépensées pour payer l'exportateur étrangers. Dans le système de paiement actuel, cette seconde contrainte est problématique et constitue la principale cause du dysfonctionnement. Cette contrainte est satisfaite dans l'analyse de Obstfeld (ibid.) à travers le commerce intra-temporel où ce sont de simples titres qui sont échangés contre des titres sans contenu réel.

Cette pathologie dans le système de paiements internationaux explique la difficulté des pays à se débarrasser du poids de leur endettement. En effet, l'architecture dans laquelle les paiements internationaux interviennent montre que ce n'est pas l'existence de ressources nécessaires qui fait défaut aux pays endettés mais les paiements en devises qui sont imposés par cette architecture. Ainsi pour qu'un pays endetté (le pays A) se libère de sa dette, lorsqu'il dégage les ressources nécessaires de valeur égale à sa dette, il est contraint de s'endetter pour transmettre ses ressources réelles. Le paiement d'une dette engendre donc une nouvelle dette. La seule condition permettant au pays de se libérer complètement est de doubler la valeur des ressources nécessaires au service de la dette extérieure.

Il apparaît donc que tout effort de désendettement entraîne un nouvel endettement de sorte à neutraliser les efforts des pays à se libérer de leur dette. Nous pouvons donc conclure que l'origine de la suraccumulation de la dette extérieure n'est pas le fait d'un niveau de vie trop élevé dont jouissent les pays, mais le résultat d'une formation pathologique de la dette extérieure due à la défaillance de l'architecture monétaire internationale. De ce fait, tout plan de sauvetage efficace que ce soit au niveau international ou au niveau des pays endettés doit passer nécessairement par la réforme du système de paiement international.

## **Chapitre 5 : Le système monétaire international et l'éternel problème de dette : une analyse structurelle des problèmes de service de la dette internationale**

### **Introduction**

Le chapitre précédent soutient que l'absence d'une véritable monnaie de paiement international conduit à la duplication du paiement des déficits extérieurs. Le service de cette dette constitue une véritable source de déséquilibres économiques interne pour les pays. L'analyse des systèmes monétaires du bimétallisme à l'actuel non-système monétaire international montre que les différentes économies ont souffert de ce dysfonctionnement. En effet, dans ces différents accords monétaires, les pays ont également connu une forte augmentation de leur dette qui a à plusieurs reprises et qui a nécessité d'entreprendre des mécanismes de réduction de la dette. Si les pays ont réussi à réduire le niveau de leur dette dans ses systèmes monétaires internationaux, c'est au prix de la compression des économies domestiques. Il a résulté de ces structures des déséquilibres économique interne lors du processus de réduction de la dette souveraine. Depuis l'éclatement du système de Bretton Wood dans la première moitié des années 70, la plupart des pays déficitaires ont connu également une croissance spectaculaire de leur dette. Dans ces conditions, les pays ont besoin de servir la dette afin de maintenir sa soutenabilité. Le processus de réduction de la dette internationale est devenu l'un des processus les plus redoutables pour les économies endettées.

De nombreuses études ont été menées afin de déterminer les causes de l'augmentation rapide du niveau de la dette et en vue d'élaborer des mesures idoines de désendettement. S'appuyant essentiellement sur des analyses à fondement microéconomique transposées à l'échelle macroéconomique, ces analyses soutiennent que l'accumulation excessive de la dette des pays s'expliquerait par le fait que les pays endettés auraient vécu au-dessus de leurs

moyens. De ce fait, le processus de désendettement consisterait idéalement à discipliner les pays à travers la réduction des dépenses de consommation et à leur apporter une assistance financière pour honorer leurs engagements vis-à-vis de leurs créanciers. Cette réduction devrait dégager plus de ressources qui pourraient alors être mises au service de la dette extérieure.

Depuis l'éclatement des épisodes de crises en 1982 au Mexique, divers plans ou programmes de sauvetage de pays vont se succéder les uns après les autres dans le but de réduire remarquablement la dette des pays, réduire voire supprimer la vulnérabilité des pays sur les marchés financiers internationaux sans être préjudiciable aux économies. D'un pays à l'autre et d'un plan à un autre, les résultats se traduisent principalement par des instabilités sur le marché des changes, un niveau de chômage plus élevé et une contraction de la production nationale. La volatilité de change se caractérise par des interventions répétées des autorités monétaires sur le marché des changes ou des crises monétaires et/ou hyper-inflationniste. C'est l'exemple de la plupart des pays d'Amérique Latine et d'Asie dans les années 1990. Le chômage en période de réduction de la dette se caractérise par une faible croissance économique et surtout, une réduction remarquable de la croissance potentielle. L'exemple de la Grèce, dans la zone euro témoigne des effets pervers des tentatives des pays à honorer leurs engagements.

Ces distorsions réduisent la capacité des économies endettées à mobiliser les ressources nécessaires pour le service efficace de leur dette et, en conséquence, leur niveau d'endettement reste critique. Le paiement de la dette est donc caractérisé par un paradoxe dans la mesure où les efforts fournis par les pays n'entraîne pas une réduction proportionnelle de leur dette. Selon l'analyse dominante, le canal d'ajustement par le change serait un cercle vertueux qui permettrait une reprise dans les économies endettées et rétablirait la capacité des pays à servir leur dette. En effet, le service de la dette entraînerait des fluctuations du taux de change, des taux d'intérêt et des prix qui rétabliraient automatiquement par la suite le niveau d'emploi perdu par la contraction des dépenses. Si l'ajustement rétablit automatiquement l'ordre dans les économies, le problème d'endettement des pays serait donc le fait d'un comportement imprudent des pays dans leurs dépenses et non un problème structurel. Dans ces conditions, la discipline imposée par les programmes de sauvetage devrait rétablir l'ordre et débarrasser les pays du besoin d'appliquer continuellement des mesures draconiennes.

Dans les faits, malgré la discipline observée par la plupart des pays endettés avec les programmes de désendettement, il apparaît que le niveau d'endettement de ces derniers reste

élevé, leurs positions vis-à-vis des créanciers demeurent critiques impliquant la nécessité de maintenir de façon continue les pays dans l'inexorable processus de réduction de la dette. Aussi, les pays ayant laissé filer leur taux de change en période désendettement ont vu leur économie étouffée par une crise de change qui s'est transformée souvent en une crise d'hyperinflation. En d'autres termes, la thèse du comportement imprudent des pays ne permet pas de situer le problème de surendettement des pays afin d'apporter une réponse efficace. L'analyse conjoncturelle de la crise s'avère de ce fait limitée pour expliquer l'endettement des pays qui affecte la structure économique de ces pays (réduction de la production potentielle, ralentissement de la croissance et besoin continu de désendettement). Une meilleure appréhension du problème nécessite ainsi une approche structurelle de la question.

Dans ce sens, l'analyse structurelle de la formation de la dette menée par Schmitt (2012c, 2014) et Cencini (2017a, 2017b) constitue une alternative essentielle pour analyser efficacement le cercle vicieux du processus de désendettement. En effet, dans le chapitre précédent à travers cette approche nous avons montré que la mauvaise structuration des paiements au niveau international est à l'origine du surendettement des pays ce qui explique le besoin de désendettement. L'analyse structurelle permet ainsi de donner une appréhension optimale des vices générés lors du processus de désendettement des pays. Aussi, les approches dominantes, fondées sur l'analyse conjoncturelle, ont montré leurs limites dans l'explication du paradoxe qui caractérise le désendettement international. Ces approches se limitent à rechercher les variables qui entrent dans la détermination de la dette des pays qu'il faut ajuster sans accorder une grande attention aux problèmes structurels qui peuvent expliquer le vice du surendettement. L'analyse structurelle s'impose donc afin de déterminer la véritable cause du paradoxe de désendettement qui constitue un préalable pour un plan idéal de désendettement.

L'objet de ce chapitre est d'examiner les causes structurelles des distorsions lors des périodes de réduction de la dette. En d'autres termes, il s'agit d'analyser la structure des paiements extérieurs et de mettre en évidence ce qui peut être à l'origine du cercle vicieux dans lequel se trouvent les pays lors de leur tentative de servir leurs dettes.

Le chapitre est organisé autour de quatre sections. Une première section porte un regard critique sur les principaux essais développés par les auteurs pour expliquer les déséquilibres qu'expérimentent les pays lors du service de leurs dettes. Elle relève de ce fait certaines insuffisances qui mettent en cause l'origine des déséquilibres. La deuxième section détermine les causes structurelles de la volatilité de change lors du service de la dette et montre dans

quelle mesure cette volatilité empêcherait les pays de servir efficacement leur dette. La troisième section présente l'origine structurelle de la perte d'emploi lors du processus de réduction de la dette. Elle montre que celle-ci est une manifestation de la duplication des paiements extérieurs. La dernière section consiste en une estimation empirique de la pathologie de la duplication des paiements extérieurs. Elle montre qu'en absence de la partie double de l'endettement des pays, ceux-ci n'auraient pas à recourir au redoutable programme de réduction de la dette et partant ne feraient pas face à l'instabilité de change et au chômage.

## **5.1. La théorie économique du désendettement**

Le désendettement dans une économie intervient lorsque le niveau d'endettement du débiteur atteint ou approche du seuil d'insolvabilité. En d'autres termes, c'est la période où la probabilité de défaut associé à tout nouvel endettement est élevée. La mise en œuvre du processus constitue une source de stress dans les économies. Dans la littérature, des études ont été mises en œuvre pour déterminer les causes de ce tourment économique et proposer des solutions pour alléger les effets néfastes provoqués par le désendettement.

Deux sous-sections composent cette section. La première expose les mécanismes de transmission du désendettement dans l'économie domestique et présente les insuffisances de ces approches à expliquer convenablement les distorsions engendrées lors du processus de réduction de la dette. La seconde montre comment les stratégies de désendettement définies dans la littérature économique empêchent le désendettement efficace des pays.

### **5.1.1. Le service de la dette et la trappe à liquidité**

Les analyses sur les effets du service de la dette sur l'économie s'inspirent des travaux de Fisher (1933) et Minsky (1986). Selon Fisher (1933), le cycle économique d'un pays est fonction de son niveau d'endettement. Les périodes d'expansion correspondent à des situations où les agents économiques ont un niveau d'endettement faible donc une meilleure solvabilité. Pendant ces périodes, ceux-ci empruntent considérablement pour financer les dépenses de consommation. Ces emprunts stimulent la demande globale du pays qui, à son tour, va augmenter sa production nationale. Lorsque le niveau d'endettement atteint un seuil critique, le besoin de réduction du volume d'endettement vient naturellement s'imposer. Le processus

de réduction de la dette formerait ainsi un cercle vicieux dans la mesure où la déflation qu'elle crée augmente la charge réelle de la dette, ce qui rend le service de la dette plus périlleux et donc provoquerait encore plus de déflation. La période de désendettement correspond ainsi à un cycle dépressif.

Dans les travaux de Minsky (1986), les périodes de croissance se caractériseraient par un fort niveau d'endettement. Conséquemment, la détérioration du niveau de solvabilité appelle à la réduction du ratio d'endettement ce qui ouvre les voies à la dépression économique.

Suivant les auteurs qui s'inspirent des travaux de Minsky, le processus de paiement de la dette aurait deux effets opposés sur l'économie : un effet demande et un effet offre (Eggertsson et Krugman, 2012a ; Guerrieri et Lorenzoni, 2017).

Le premier facteur est que la réduction du stock de la dette donne lieu à une compression de la demande globale. En effet, le processus de réduction du stock de la dette impose au débiteur de dégager les ressources nécessaires qu'il transférera par la suite au créancier. Le désendettement impliquerait ainsi pour les débiteurs la réduction des dépenses de consommation donc de la demande globale. En conséquence, plus le niveau du service de la dette est élevé, plus grande est la compression des dépenses de consommation et la contraction de la demande. Selon Eggertsson et Krugman (2012), lorsque le désendettement porte sur le stock nominal de la dette, la déflation à la Fisher viendrait amplifier l'effet demande et amplifierait ainsi la dépression.

Il découlerait de la baisse de la demande globale une baisse du taux d'intérêt par le jeu de l'offre et de la demande de crédit (Eggertsson et Krugman, 2012a ; Guerrieri et Lorenzoni, 2017). Selon que la compression de la demande est importante, le taux d'intérêt baisserait jusqu'au niveau zéro. Deux facteurs expliqueraient cette réduction du taux d'intérêt.

Le premier facteur est que la baisse des dépenses de consommation provoquerait une diminution de la production ce qui engendrerait un arrêt brusque d'entrée de capitaux dans l'économie et partant des investissements (Neumeyer et Perri, 2005). Etant donné la période de désendettement, l'épargne de l'économie devrait augmenter afin de servir la dette. Dans cette situation, les taux d'intérêt baisseraient au moins jusqu'au niveau zéro afin de permettre à l'économie d'absorber l'excès d'épargne.



Le second facteur est qu'au cours de la même période, les économies à faible niveau d'endettement auraient tendance à augmenter leur épargne afin d'élever le seuil de leur solvabilité et échapper au processus de réduction de la dette. L'augmentation de la propension marginale des pays à épargner aurait pour conséquence la réduction de la demande de consommation de produit final. Le désendettement provoquerait ainsi la baisse du taux d'intérêt pour garantir que le reste du monde puisse absorber l'épargne forcée par le surendettement et le seuil d'emprunt des économies. La baisse du taux d'intérêt conjugué avec l'augmentation de l'épargne met l'économie dans la trappe de la liquidité. Selon Krugman, même si les prix sont flexibles, la dépression de l'économie est inévitable.

Du côté de l'offre, la production devrait augmenter afin de se procurer des ressources nécessaires pour payer la dette. Dans cette situation, l'économie endettée aurait tendance à augmenter sa production de biens échangeables dans le but de réduire l'effet de la contraction de la demande globale. Inversement la croissance de l'offre des biens échangeables des débiteurs provoquerait la baisse de celle des économies moins endettées (Fornaro, 2018). Il s'en suivrait une sorte de redistribution de revenu entre les économies les moins endettées et celles endettées de sorte à contrer l'effet de la contraction de la demande globale. Toutefois, le niveau d'augmentation de l'offre dépendrait de la flexibilité des salaires réels. En effet, lorsque les salaires sont rigides, la production de l'économie serait moins compétitive ce qui limiterait l'effet de l'offre en économie fermée.

En économie ouverte, le régime de change influencerait la transmission du processus de désendettement sur l'économie. En régime de change flexible, le service de la dette provoquerait une dépréciation de change qui provoquerait la baisse des prix domestiques relativement à ceux du reste du monde. Cette baisse va stimuler les exportations et relancer l'offre qui permettrait de neutraliser l'effet de contraction de la consommation. En régime de change fixe, le paiement de la dette entraînerait une baisse de la consommation du fait que les salaires ou les prix ne peuvent être influencés par les ajustements de change. Au niveau international, l'étude menée par Benigno et Romei (2014) affirme que la compression de la demande domestique engendrée par le processus de réduction provoquerait la baisse du prix des biens nationaux relativement aux produits étrangers à travers la dévaluation de la monnaie du pays débiteur. Cette situation serait favorable aux exportations des pays endettés et permettrait de ce fait de stimuler l'effet offre provoqué par le désendettement et partant d'amortir l'effet de réduction de la demande globale. A l'issue du processus, le pays deviendrait

plus riche qu'avant du fait qu'en plus de la réduction du stock de la dette, il apparaîtrait une augmentation de la demande venant de l'international.

Dans son analyse sur le désendettement dans la zone euro, Fornaro (2018) maintient que la rigidité de change au sein de l'union n'aurait pas permis d'amortir les effets pervers du désendettement ce qui aurait rendu la récession plus importante quantitativement. Suivant son étude effectivement, l'effet de la contraction de la demande créé par le processus de réduction de la dette n'est pas suffisamment compensé par l'effet de la stimulation de l'offre. Dans ces conditions, le taux d'intérêt ne peut baisser de façon suffisante pour atteindre l'objectif d'inflation défini par la banque centrale. En conséquence, conformément à la loi de l'offre et de la demande, les prix vont baisser de sorte à adapter l'offre à la demande comprimée. Cette situation provoquerait la hausse des salaires réels et l'augmentation du chômage. Le processus de réduction de la dette mettrait les pays dans une situation de trappe à liquidité qui se caractérise par une forte récession du fait de la baisse des prix et la croissance des salaires réels.

Cette analyse séquentielle de la transmission du processus de désendettement des pays, centrée sur le paiement de la dette par les résidents, présente des limites lorsqu'elle est confrontée à une approche d'ensemble. Une analyse macroéconomique montre effectivement que le service de la dette des pays ne devrait pas constituer en soi une source de déséquilibre dans les économies comme soutenu par cette approche micro-économique. De fait, en raisonnant en économie fermée, si les débiteurs d'une économie entament le processus de réduction de leur dette, ils obtiennent les ressources nécessaires au désendettement en renonçant à une partie de leur revenu de la période. En conséquence ceux-ci baissent leur consommation au profit des crédateurs de la période passée. Cette opération de réduction de la dette devrait avoir les mêmes effets que celle de contraction des engagements qui n'est pas source de déséquilibre.

Pendant la période de contraction de la dette, les crédateurs renoncent à une consommation au profit des débiteurs pour une consommation future. L'économie n'observe aucune réduction de la demande globale du fait de l'endettement. En période de service de la dette, les débiteurs renoncent à leur tour à une consommation présente au profit des crédateurs du fait de leur consommation passée. Bien que les débiteurs réduisent leur consommation, aucune compression de demande globale ne devrait être également observée puisque cette part est allouée au service de la dette. Dans ces conditions, les récessions qui caractérisent les périodes de réduction ne peuvent pas donc s'expliquer par l'endettement des résidents. Si des

dysfonctionnements sont constatés, cela ne peut traduire qu'une pathologie structurelle. Au niveau national, ce dysfonctionnement se traduit par le surinvestissement dans l'analyse de Keynes (1936) et la suraccumulation du capital dans l'approche macroéconomique de Schmitt (1984).

Au niveau international, le paiement de la dette par les résidents ne devrait également pas provoquer en soi un déséquilibre interne. En effet, les ressources que ces derniers utilisent pour servir la dette sont une partie de la production nationale. En d'autres termes, les ressources permettant aux économies de payer leur dette ont préalablement été produites par les résidents eux-mêmes. Dans ces conditions, le service de la dette n'est que la partie de la production nationale destinée à l'amortissement des capitaux. En absence du phénomène de suraccumulation des capitaux au niveau national, l'économie ne devrait pas souffrir d'une contraction d'activité.

Aussi, le paiement de la dette par les résidents peut être perçu comme une allocation intertemporelle de production. En tant qu'allocation intertemporelle de la production nationale, en absence de dysfonctionnement domestique, l'économie ne devrait souffrir d'aucun déséquilibre interne. Effectivement, en s'endettant, les résidents renoncent à une consommation future pour une consommation présente. A la période du paiement de la dette, ils transfèrent ainsi une partie de leur production pour compenser leur consommation supplémentaire de la période de contraction des engagements. Etant donné qu'il s'agit d'une partie du revenu national créée par la production des résidents qui est transférée aux créiteurs, le paiement de la dette ne saurait provoquer en soi une récession, car les créiteurs disposent maintenant du revenu dépensé par les débiteurs et resté entièrement déposé dans les banques du pays endetté. La demande globale étant mesurée par le revenu disponible dans le pays, le service de la dette ne paraît pas pouvoir causer une insuffisance de la demande. En d'autres termes, le désendettement des résidents traduit l'emploi d'une partie du revenu domestique générée par l'activité de production et non une baisse de la production nationale.

En somme, il apparaît que les déséquilibres qui surgissent lors du paiement de la dette extérieure ne peuvent s'expliquer par le service de la dette des résidents. Étant donné que la dette extérieure présente deux composantes ; celle des résidents aussi appelée dette ordinaire et celle du pays en tant qu'ensemble souverain ; la compression redoutée de l'activité économique qui caractérise le processus de réduction de la dette ne pourrait donc s'expliquer que par le service de la dette souveraine. Comme montré dans le chapitre précédent, les

fluctuations de changes et le chômage constituent une autre manifestation de la duplication des paiements extérieurs. Dans ces conditions, ces mêmes déséquilibres constatés par les auteurs lors du processus de réduction de la dette seraient le résultat du service de la dette pathologique. Il est donc central d'analyser l'effet du service de la dette souveraine sur l'économie afin de déterminer l'origine de la récession et des fluctuations de change qui caractérisent le processus de réduction de la dette.

### **5.1.2. La stratégie de réduction de la dette et le vice de l'endettement**

Dans la littérature, les effets pervers du processus de réduction de la dette dépendent du modèle de désendettement choisi. Dans ses études historiques, McKinsey Global Institute (2010, 2015) distingue quatre modèles de réduction de la dette. Ces modèles visent principalement à améliorer la position de solvabilité des économies. Il s'agit notamment de l'ajustement fiscal, de la renégociation de la dette, d'une croissance économique supérieure à celle de la dette et de l'inflation.

La stratégie de renégociation consiste à faire des défauts massifs sur les engagements du pays et par la suite négocier une restructuration. Cette restructuration va repousser l'échéance des engagements arrivés à maturité et permet d'améliorer la solvabilité du pays. Le FMI a mis en place des réformes dans le but d'une bonne mise en œuvre de la restructuration de la dette. Cette stratégie intervient selon McKinsey Global Institute (2010) pendant les crises monétaires. Ce modèle de désendettement permettrait aux débiteurs de gagner du temps pour le service de leur dette mais laisse intact le volume d'endettement du pays. En dehors des sanctions financières qu'impliquerait une telle stratégie, elle semblerait peu coûteuse pour les pays. Toutefois, elle ne permet pas de résoudre le fond du problème.

Stimuler la croissance économique à travers l'amélioration de la productivité permettrait également d'améliorer la solvabilité des pays. En effet, une forte croissance permettrait de réduire le ratio de la dette par rapport au PIB ce qui éloigne le débiteur du seuil d'insolvabilité. Selon McKinsey Global Institute (2015), si l'efficacité de cette stratégie passe par un gain important de productivité, dans la pratique, les réformes nécessaires à l'amélioration s'avèrent difficiles à mettre en œuvre dans la plupart des pays. Cette stratégie

laisse également le volume d'endettement du pays intact. Comme la stratégie de renégociation de la dette, elle ne fait que reporter le désendettement.

L'augmentation de l'inflation est également un moyen pour améliorer la solvabilité d'un pays. Une forte inflation augmenterait effectivement la croissance nominale de la production nationale ce qui ferait baisser le ratio de la dette relativement au PIB et partant le besoin de réduction du stock de la dette. Pour que cette stratégie soit efficace, il faut que la dette soit libellée en monnaie nationale. Pour McKinsey, l'inflation provoquée ne serait pas celle qui lutte contre la dépression de la demande. Il s'agit donc d'une inflation pathologique. La mise en œuvre de ce modèle implique donc que pour dissiper le problème de solvabilité, les pays doivent provoquer volontairement une nouvelle pathologie. En d'autres termes, la stratégie consiste à créer un déséquilibre pour remplacer un autre et de ce fait, elle semble inefficace.

L'ajustement fiscal est la stratégie la plus utilisée par les pays lors des périodes de désendettement. Il s'agit, pour ce modèle, de ponctionner les ressources nécessaires à travers une augmentation de l'assiette fiscale (ou des impôts) et/ou de comprimer les dépenses publiques en vue de réduire le niveau des engagements. Selon McKinsey Global Institute (2010), l'austérité a permis aux pays de réduire le ratio de leur dette relativement au PIB de 25%. Toutefois, ce modèle se caractérise par une compression de la production nationale qui engendre le chômage dans les pays. Cette récession est pathologique dans la mesure où le fait de prélever une partie de production déjà effectuée ne devrait pas créer un déséquilibre au niveau de l'emploi étant donné que le prélèvement se fait sur une production déjà réalisée. La détermination de l'origine de cette pathologie est donc essentielle pour permettre aux pays de se désendetter sans causer de dommages à leur économie.

Dans la littérature, plutôt que de mettre en lumière cette pathologie et adopter des mécanismes pour la neutraliser, les auteurs cherchent à trouver des possibilités qui permettront de partager l'effet des chocs négatifs générés par le désendettement entre les débiteurs et les créiteurs. Il s'agit de minimiser la transmission du choc créé par le processus de réduction de la dette. Ainsi, les facteurs comme les fluctuations de change et de prix qui peuvent constituer une des manifestations de la pathologie deviennent des éléments de minimisation des coûts de paiements de la dette. C'est ce qu'exprime l'analyse de Cook et Devereux (2011) qui s'intéresse à la possibilité d'améliorer le bien-être de tous les pays en partageant l'effet du choc généré par le service de la dette. En effet, suivant cette étude, lorsque la demande se contracte

du fait du processus de réduction de la dette, les pays créanciers principalement peuvent mener des politiques de taux d'intérêt élevés afin de contrer la baisse du taux d'intérêt source de la trappe à liquidité. Les pays débiteurs, quant à eux, doivent mener des politiques budgétaires expansionnistes afin de contrecarrer la contraction de leurs demande globale.

Pour Martin et Philippon (2017), des politiques fiscales plus conservatrices en période d'expansion économique permettraient d'amortir les effets désastreux du processus de réduction de la dette. Selon ces auteurs, les autorités politiques devraient effectivement anticiper la récession que provoque le processus de réduction du stock de la dette en lissant l'effet de la contraction de la demande entre les deux périodes. En période de service de la dette, la mise en œuvre des politiques macro-prudentielles permettrait de lisser (sur les différentes périodes) la demande des agents économiques ce qui provoquerait une stabilisation du niveau d'emploi. La combinaison de ces deux politiques sur les deux périodes permettrait donc de stabiliser le niveau des engagements de l'économie.

Selon Eggertsson et Krugman (2012), lorsque l'on prend en compte le secteur débiteur, il est possible de contrer l'effet pervers du processus de réduction du stock de la dette. En effet, lorsque le remboursement concerne le secteur privé, au lieu de laisser la production nationale se contracter du fait de la compression de la demande globale, le secteur public pourrait s'endetter pour financer le paiement de la dette du privé de sorte à empêcher la contraction de la demande. En d'autres termes, il s'agit de résoudre le problème de surendettement d'un secteur en permettant le surendettement d'un autre.

Dans leur analyse sur le processus de réduction de la dette en économie ouverte, Benigno et Romei (2014) soutiennent que l'ajustement de change serait inefficace lorsque la compression de la demande, la baisse de la production et les variations des prix relatifs seraient fortes. Dans ces conditions, ils proposent trois canaux qui permettraient à l'économie débitrice d'amortir le choc du processus de réduction du volume de la dette et d'améliorer le bien-être des débiteurs et des créiteurs. Le premier canal consiste à abaisser le taux d'intérêt réel dans le pays endetté pendant le processus de réduction de la dette. Cette baisse affaiblirait le coût des investissements et partant, stimulerait ces derniers.

Les deux autres canaux concernent les pays créiteurs. Le changement des dépenses induit par le mouvement de change est l'un de ces canaux. Ce canal devrait contrebalancer l'effet récession dans les pays endettés. Lorsque l'effet de changement des dépenses est

important du fait de la forte substitution des biens domestiques et des biens étrangers, le mouvement de change s'affaiblit. Inversement, lorsque le changement des dépenses est faible, le mouvement de change est plus important ce qui pourrait réduire considérablement les salaires réels et partant rendre le pays plus pauvre. Le dernier canal serait la baisse du taux d'intérêt réel dans les pays créanciers afin de stimuler la consommation des produits étrangers par leur économie.

Dans la même perspective, Fornaro (2018) soutient que le transfert des pays créanciers aux pays excédentaires permettrait également d'amortir l'effet de la trappe à liquidité. Cette situation s'explique par le fait que ce transfert relancerait la consommation de biens, et partant la production dans les pays où la propension marginale à consommer est plus élevée.

En résumé, dans ces analyses, il apparaît que les effets indésirables du processus de réduction de la dette sont une caractéristique inévitable de la structure d'endettement des pays. Dans cette situation, la mise en place d'une meilleure procédure de réduction de la dette dépendrait ainsi de la capacité des pays à minimiser les coûts pathologiques du service de la dette et non à empêcher leur apparition. Ces conclusions reflètent le résultat d'une analyse séquentielle du mécanisme de transmission du processus de réduction des engagements dans l'économie. En plus, l'analyse ne distingue pas le paiement de la dette ordinaire du service de la dette souveraine. Cette situation ne permet pas d'appréhender la véritable source des déséquilibres engendrés par le paiement de la dette. La mise en place d'un processus de réduction des engagements qui ne cause pas de dommage aux pays nécessite d'analyser spécifiquement l'effet de l'endettement pathologique sur les pays.

## **5.2. Les ajustements de change et le service de la dette : de la vertu au vice**

Les fluctuations de change engendrées par le paiement de la dette des pays sont considérées par les analyses classiques comme un instrument d'ajustement automatique qui permet de rétablir le niveau d'emploi à son niveau initial à travers la relance de la demande globale. En effet, comme soutenu par Benigno et Romei (2014) et Fornaro (2018), la dépréciation du change que provoque le service de la dette entraînerait une baisse du prix des produits nationaux relativement à ceux de l'étranger.

Toutefois, une analyse structurelle des mécanismes de change montre que la vertu des ajustements de change décrite dans la littérature résulte d'une distorsion. Cette anomalie a pour conséquence de détériorer la solvabilité des pays bien que ces derniers s'efforcent d'honorer leurs engagements.

Dans cette section, après avoir examiné l'origine des fluctuations, nous montrons que ces fluctuations neutralisent d'une part les efforts des pays à améliorer leur solvabilité, et d'autre part elles peuvent se transformer en crise de change.

### **5.2.1. Les fluctuations du taux de change dans les paiements extérieurs**

Les théories de change soutiennent que les fluctuations de change sont le résultat de l'ajustement entre l'offre et la demande d'une monnaie par rapport à une autre. Dans ces conditions, lors du service de la dette, la demande de devises du pays débiteur augmenterait relativement à sa monnaie. Le prix (taux de change) des devises augmenterait pour absorber la demande excédentaire et rétablir l'équilibre du marché. Toutefois, une analyse de l'architecture des paiements internationaux montre que les mouvements de change ne résultent pas d'un mécanisme d'ajustement vertueux mais d'une pathologie comme expliqué dans les analyses de Schmitt (2014) et de Cencini (2017a). En effet, lorsqu'un pays s'engage à honorer ses engagements, à travers le marché des changes, il en résulte une dépréciation de la monnaie du débiteur. Selon Schmitt et Cencini, ce mouvement de change est généré par l'absence d'une véritable monnaie de paiement internationale qui contraint les pays à effectuer le paiement de leur dette en termes réels en déconnexion avec leur paiement en termes monétaires. Autrement dit, les fluctuations engendrées lors du désendettement sont le fruit de la duplication des paiements extérieurs.

Considérons deux zones monétaires : le pays  $A$  dont la monnaie est  $MA$  et le pays  $R$  représentant le reste du monde dont la monnaie est  $MR$ . À la période considérée, le pays  $A$  doit servir une dette de  $10MR$ . Pour ce faire, il devra dégager un excédent.

Suivant le sens commun, dans les conditions de paiements actuelles, pour qu'un pays puisse servir sa dette, il suffit pour ce dernier de dégager seulement un excédent extérieur de même valeur que le volume de ses engagements. Dans cette situation, les ressources obtenues par le surplus sont simplement converties sur le marché des changes pour être transférées au



créditeur. L'excédent extérieur de même valeur que la dette du pays permettrait ainsi de libérer celui-ci de ces engagements. Ces paiements seraient effectivement libératoires si à l'issue des opérations de change aucune fluctuation n'apparaissait.

Étant donné la nature circulaire de la monnaie, les paiements ne devraient pas donner lieu à une quelconque fluctuation de change entre les différentes devises comme c'est le cas dans les paiements domestiques entre les différentes monnaies des banques commerciales. En effet, suivant la propriété de circularité, la monnaie émise lors de chaque paiement reflue instantanément à son point d'émission. En d'autres termes, les besoins de monnaie lors des paiements sont instantanément satisfaits par une création monétaire de sorte à maintenir les relations monétaires stables. De ce fait, si les exportations nettes sont à elles seules suffisantes pour permettre aux pays de se libérer de leurs engagements, le service de la dette n'entraînerait aucune modification dans les relations monétaires.

<i>Système bancaire A</i>				<i>Système bancaire R</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>		<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Pays R</i>	<i>yMR</i>	<i>Exportateur</i>	<i>xma</i>	<i>Importateur</i>	<i>yMR</i>	<i>Pays A</i>	<i>yMR</i>

Source : Cencini (2000 p13)

Les tableaux ci-dessus présentent les bilans des différents systèmes bancaires à l'issue de l'excédent. En effet, le paiement en MR définit une demande de monnaie A en termes de monnaie R. Cette demande semblerait être excédentaire dans la mesure où elle n'est pas compensée par une demande inverse de monnaie R par A et entraînerait de ce fait une pression à la fluctuation du taux de change. Cependant comme expliqué par Cencini (2000), la parfaite élasticité de la création monétaire (offre de monnaie) fait que cette demande excédentaire est satisfaite par une création monétaire ou une offre supplémentaire de monnaie A. L'adaptation de la création monétaire à toute demande engendrée par les transactions de biens réels empêche l'existence de toute demande excédentaire. En d'autres termes, lors des transactions, toute demande supplémentaire de monnaie est satisfaite par une offre supplémentaire de monnaie du fait de la propriété de circularité de la monnaie.

Cette adaptation s'aperçoit aisément dans les pratiques de la comptabilité en partie double comme présentée dans le bilan des différentes banques centrales. En obtenant des actifs en monnaie R, la banque centrale crée une monnaie MA pour créditer le compte de

l'exportateur. Le bilan des banques de *A* présente ainsi en actif les devises en monnaie *R* et dans son passif le dépôt des exportateurs en monnaie *MA*. Dans le bilan du système bancaire de *R*, le compte de l'importateur est débité ce qui lui permet de créditer l'économie *A*. Dans l'actif de la banque de *R* on y trouve les dépôts de l'importateur et son passif représente le paiement qu'elle adresse à l'économie *A*. Le principe de la comptabilité en partie double permet ainsi de satisfaire la demande excédentaire reçue par le système bancaire du pays *A* grâce à la nature parfaitement élastique de l'offre de monnaie. La satisfaction de cette demande est connue dans les pratiques bancaires sous le nom de monétisation des devises. Il s'avère donc que les paiements de la dette en termes réels n'ont aucun effet sur le change, car la demande excédentaire qui engendrerait cette fluctuation comme décrite dans les théories des changes classiques est inexistante du fait de l'élasticité infinie de l'offre de monnaie.

Lors du processus de désendettement, si la fluctuation du change s'observe malgré tout, selon Cencini (1995, 2000a), c'est le fait du service monétaire de la dette que Keynes (1929) identifie au problème de transfert. En effet, le service de la dette extérieure impose aux pays endettés de transférer des devises aux créanciers malgré leur excédent extérieur en guise de paiement de la charge de la dette en termes monétaires. Comme l'expliquent Cencini et Rossi (2015), la transformation de la monnaie en tant que moyen par lequel les paiements sont effectués en finalité de paiement (bien final) sur le marché de change constitue la source des fluctuations occurrentes lors du processus de désendettement. La satisfaction de la contrainte de transfert impose effectivement aux pays de se procurer des devises pour servir monétairement la dette. Déconnectés de tout objet réel, les pays se procurent ces devises en achetant la monnaie (qui au départ n'est dotée d'aucune valeur en soi) comme une marchandise ayant une valeur en soi afin de procéder au transfert. La demande de la valeur fictive abusivement accordée au moyen de paiement constitue la demande excédentaire par rapport à l'offre de l'objet à valeur fictive (monnaie demandée) sur le marché de change. Les prix relatifs ou les taux de change des devises s'ajustent de ce fait pour équilibrer l'offre à la demande.

Selon Schmitt (1977b, 1977a, 1988), les fluctuations qui s'observent lors des paiements expliquent la nature relative des taux de change. En effet, pour Schmitt (1988) et Cencini (2000a), si les taux de change étaient absolus, l'une des monnaies disparaîtrait pour être remplacée par à une autre. En d'autres termes, les monnaies seraient interchangeable entre elles. Toutefois, le système de change actuel n'est pas fondé sur le postulat d'équivalence des monnaies, mais sur le principe de la relativité entre l'offre et la demande. Ainsi, sur le marché

des changes, au lieu de la remplacer, une monnaie est échangée ou troquée contre une autre. L'augmentation exponentielle du volume des transactions de change tire son origine de cette dénaturation de la monnaie, car chaque unité de monnaie échangée sur le marché peut se reproduire, au bon vouloir des spéculateurs. En somme, l'absence d'une monnaie de paiement internationale comme à l'image de la monnaie de banque centrale dans les économies locales, est la principale cause des fluctuations lors du service de la dette extérieure des pays. Il apparaît ainsi qu'un simple excédent extérieur ne suffit pas à un pays pour se libérer de son engagement du fait des fluctuations qu'engendrent les paiements. En quoi ces fluctuations constituent-elles donc un frein au service de la dette des pays dans les économies modernes ? L'analyse de l'effet de ces fluctuations sur les économies domestiques dans le service de leur dette extérieure s'avère pertinente pour appréhender les difficultés engendrées par le processus de réduction des engagements sur le marché de change.

La dépréciation de change de l'économie endettée est considérée dans les analyses classiques comme un élément d'ajustement qui permet à l'économie de rétablir le niveau de sa demande globale ; or, une analyse profonde des effets de la fluctuation sur le volume de la dette extérieure montre que cette dépréciation provoque des distorsions dans les économies endettées. Deux types de distorsions peuvent être soulignées lorsque les pays tentent de servir leur dette dans le système de paiement actuel.

### **5.2.2. Dépréciation et efforts de désendettement**

La première distorsion qui apparaît dans l'analyse des effets de la fluctuation de change sur la production de l'économie endettée est l'appréciation du niveau d'endettement en termes de production domestique. Selon Keynes (1929), si la dépréciation réduit les prix des biens domestiques relativement aux prix des biens étrangers comme exprimé par le système relatif de change, cette réduction constitue au même moment une réduction de la valeur des exportations de biens réels du pays endetté. La dévalorisation des exportations a un effet inverse sur le volume de la dette, car elle revalorise chaque unité de dette à servir en termes de production domestique.

Considérons un exemple similaire à celui de Keynes où le service d'une dette d'un pays engendre une dépréciation de change qui entraîne la réduction des prix d'environ 10% relativement aux prix étrangers. Supposons par ailleurs que cette baisse du prix fait augmenter

le volume du commerce extérieur du pays endetté d'environ 25% par rapport à son volume initial. Cette hausse n'entraîne pas une augmentation de la valeur d'exportation de 25% comme exprimée par Keynes, mais plutôt de 12,5%. Si une unité de produit domestique avant la dévaluation avait une valeur de 100, après dévaluation, elle ne vaudrait plus que 90 en valeur à l'étranger. Pour maintenir la même valeur d'exportation, l'économie doit exporter 0,10 unité de produit national supplémentaire.

Soit 1UM (unité monétaire) le prix unitaire des biens exportés d'un pays débiteur. Supposons que l'exportation du pays en volume est 100 (soit 100UM en valeur) avant une dépréciation qui entraîne une baisse des prix de 10% et qui fait augmenter le volume de son commerce de 25%. Dans ces conditions, après dépréciation, le prix unitaire des biens exportés n'est plus que de 0,9UM et le volume des biens domestiques exporté est de 125. Du fait de la baisse des prix, la valeur des produits domestiques exportés s'établit désormais à 112,5UM ( $125 * 0,9$ ).

Il apparaît ainsi que la hausse du volume des exportations de 25% engendré par la baisse du prix n'augmente la valeur des exportations que de 12,5%. Dans notre exemple, si avant la dévaluation 25 unités de biens réels nationaux permettaient de servir une dette de 25UM, après celle-ci, 25 unités de revenu national ne permettent qu'une réduction des engagements de 12,5UM. Dans cette situation, la dépréciation du change provoque une appréciation de la valeur de la dette extérieure. Cette appréciation s'accompagne également d'une augmentation de l'effort à fournir par les pays pour réduire leur stock de dette. Autrement dit, l'excédent que les pays dégagent pour servir leur dette n'entraîne pas une réduction proportionnelle du volume des engagements du fait des fluctuations de change.

Les pays débiteurs peuvent toutefois éviter cette baisse de valeur suivant l'analyse de Keynes en contractant les salaires. L'idée est que la baisse de salaires empêcherait la dévaluation de la production nationale par rapport à l'étranger et partant éviterait l'évaluation de la dette. Cependant, conformément à la nature de la monnaie, la baisse des salaires a pour conséquence de faire déprécier chaque unité de produit national. Lorsque les prix baissent de 10% et que les salaires baissent de 10%, s'il n'y pas de dépréciation de production nationale vis-à-vis de la production étrangère, la production nationale se dévalue du fait du changement d'échelle induit par la baisse des salaires. Cette dévalorisation de la production nationale aura pour effet de détériorer le ratio de solvabilité du fait de l'augmentation du rapport dette/PIB.

Les fluctuations de change engendrées lors du service de la dette ne constituent pas un mécanisme vertueux de transmission du processus de réduction de la dette à l'économie mais un vice qui est de nature à détériorer en partie la solvabilité des pays. Ainsi, les mouvements de change créent de nouveaux engagements qui impliquent pour les pays de payer plus que le volume initial de leur dette.

### **5.2.3. Des mouvements de change aux crises monétaires**

Le second et principal effet des fluctuations de change sur les économies endettées est sans doute la crise de change qu'elles catalysent. Ces crises aboutissent dans la plupart des cas à des crises de souveraineté monétaire comme ce fut le cas des pays d'Amérique latine à la fin des années 1980 et au cours des années 1990. En effet, le service d'un niveau important de dette dans le processus de réduction de la dette se traduit également par un niveau de paiement monétaire plus élevé. Ce niveau de paiement monétaire engage la monnaie de l'économie endettée dans un processus de dépréciation sans précédent. Cela s'explique par le fait que conformément à la théorie de la dette (Eaton, 1990 ; Eaton, Gersovitz et Stiglitz, 1986 ; Eaton et Taylor, 1986), les marchés vont durcir les conditions d'obtention de crédits de ces pays à un moment donné. Dans cette situation, les emprunts permettant d'empêcher les mouvements de change lors du service de la dette deviennent insuffisants. Si cette dépréciation n'est pas contrée par une intervention par les autorités souveraines du pays, l'économie est astreinte à une crise de change qui mettra inévitablement en cause sa capacité de production domestique. C'est le cas des crises monétaires latino-américaines à la fin des années 1980 et le début des années 1990 (Aghion, Bacchetta et Banerjee, 2001 ; Krugman, 1999b). La crise actuelle du Venezuela dénote l'importance de la stabilité des changes dans une économie.

Suivant l'analyse de Schmitt (2014) et Cencini (2017a), les pays ont trois alternatives pour éviter la dévaluation effrénée de leur monnaie. Dans un premier temps, ils peuvent empêcher la dévaluation ou maintenir leur taux de change à un niveau qui stabilise leur économie en puisant dans leurs réserves monétaires pour intervenir sur le marché des changes. Dans ce cas, en plus de la dette payée, les pays endettés observent une réduction de leurs réserves ou de leurs créances vis-à-vis de l'extérieur. Or, la baisse des réserves suivant le FMI, rend les pays vulnérables aux chocs extérieurs, détériore sa solvabilité vis-à-vis des marchés financiers et surtout réduit la capacité de l'économie à servir sa dette extérieure (International Monetary Fund (IMF), 2014). Pour ainsi éviter la dépréciation prolongée du change due au

service de la dette, les pays s'exposent à d'autres crises. C'est le cas des économies d'Amérique Latine où le service de la dette extérieure dans les années 1980 a provoqué une forte dépréciation dans la mesure où les pays n'avaient pas assez de réserve pour défendre leurs taux de change. Cette dépréciation prolongée provoque par la suite des crises de change et des crises d'hyperinflation du fait des déséquilibres internes créés par le service de la dette. Si selon les analyses libérales (Ohlin, 1929a ; Rueff, 1929, 1965a) la France s'est facilement désendettée en laissant fluctuer librement le taux de change, Keynes (1929a, p. 406, traduite) explique que « [l]es violents troubles sociaux, l'énorme redistribution des fortunes et la rupture générale des précédents contrats, qui ont accompagné l'histoire prolongée et désastreuse de la dépréciation du franc à un cinquième de sa valeur précédente, ne sont guère un exemple heureux de la *facilité*<sup>95</sup> d'ajustement des situations ».

Aussi, comme établi par le théorème de la dette extérieure, les pays peuvent éviter la dévaluation de leur monnaie en dégagant un excédent égal au double de la valeur de leur dette. Dans cette situation, le service de la dette n'entraînera pas de mouvement de change puisque le surplus couvre les paiements en termes réels et ceux en devises. La contrepartie du service de la dette est la perte d'une partie des excédents du pays qui devaient revenir au pays si le système des paiements extérieurs était cohérent avec la nature des transactions comme à l'échelon domestique. En conséquence, le pays perd une partie des ressources qui devraient améliorer ses réserves de changes et contribuer à renforcer sa solvabilité vis-à-vis des marchés.

La dernière alternative qui se présente aux pays endettés pour éviter la dévaluation abusive de leur monnaie du fait des paiements extérieurs est le recours à l'emprunt sur le marché financier pour défendre leur change. Autrement dit, c'est la dette souveraine qui empêcherait la fluctuation de change. En conséquence, la dette payée renaît aussitôt à travers l'emprunt sur le marché financier. Dans ces conditions, le processus de réduction de la dette devient inévitablement inopérant.

En somme, pour éviter les crises au sein des économies endettées lors du service de la dette internationale, l'architecture actuelle des paiements extérieurs impose aux pays de supporter doublement le coût de leur endettement effectif<sup>96</sup>. D'une part, ils honorent leurs engagements avec une partie de la production domestique et d'autre part ils doivent se procurer des devises nécessaires pour transférer cette production domestique à l'étranger. Pour Cencini

---

<sup>95</sup> En italique dans la version originale.

<sup>96</sup> L'endettement effectif se réfère à la dette qui justifie leur opération de biens réels avec le reste du monde. Il est qualifié de dette justifiée par Schmitt.

(2000a, p. 13), « *la cause fondamentale de l'anomalie qui a conduit à la double charge des paiements d'intérêts réside dans le rôle dénaturé joué par les monnaies nationales au niveau international* ». En effet, pour payer leur dette, les pays sont « *forcés d'acheter la monnaie [(moyen de paiement)] nécessaire au paiement de leurs [dettes]* » (Cencini, 2000b, p. 13, notre traduction). Dans cette situation, comme soutenu par Schmitt (1984b, p. 52), « *il est effectivement impossible que les pays s'acquittent puisque toute dette payée renaît aussitôt, pour être opposée une nouvelle fois aux pays débiteurs* ».

Les difficultés des pays à réduire efficacement leur dette et à améliorer leur position vis-à-vis des créanciers sont dues essentiellement à la duplication dont ils sont victimes. Les mouvements de change constituent une des manifestations de la pathologie et rendent le processus de désendettement infructueux. Dans sa revue sur les plans de sorties de crises, le FMI confirme cette duplication lorsqu'il explique que malgré la réduction du déséquilibre dans la plupart des pays en crise et la stabilité du système financier qui a accompagné ce déséquilibre, la position de ces pays vis-à-vis de leurs créanciers ne s'est pas améliorée et ils sont restés vulnérables (International Monetary Fund (IMF), 2015a). Dans leur analyse sur la crise d'endettement de la zone euro, Mastromatteo et Rossi (2015) montrent que les mesures drastiques qui ont été abusivement appliquées aux pays de cette union ont permis de réduire les dépenses de ces derniers tout en détériorant leur position à travers l'augmentation du ratio de la dette publique/PIB. Autrement dit, les pays de la zone euro ont vu leur dette se reproduire dans leur tentative d'honorer leur engagement. Les efforts fournis par les pays endettés pour réduire leur dette sont donc neutralisés par de nouveaux engagements afin de transférer aux créanciers les ressources mobilisées par ces efforts. La duplication des paiements extérieurs constitue inéluctablement le véritable problème qu'ont les pays pour se désendetter.

### **5.3. Le processus de réduction de la dette et le chômage**

Le processus de réduction de la dette internationale des pays se caractérise par une apparition plus prononcée du chômage dans les économies endettées. Suivant les analyses traditionnelles sur l'endettement le chômage est un passage obligatoire pour parvenir à un endettement soutenable. Dans ces conditions, comme expliqué dans la première section, la récession est un passage inéluctable lorsque les pays entreprennent le service de leur dette. En conséquence, la minimisation de cet effet constituerait le moindre mal.

Toutefois, l'analyse du système des paiements internationaux tel que développé par Schmitt (2014) et Cencini (2017a) montre que le chômage n'est nullement une nécessité mais résulte au contraire d'un dysfonctionnement du système des paiements internationaux ; la contraction de la demande est donc une contrainte excessive due à un défaut structurel. En d'autres termes, dans un système de paiement sain, le service de la dette ne devrait pas entraîner une contraction de la demande préjudiciable à l'économie domestique.

Dans cette section, nous analysons dans un premier temps, les fondements théoriques du chômage d'origine internationale. Dans un second temps, nous montrons que les programmes de réduction de la dette alimentent le chômage.

### **5.3.1. Paiement extérieur et chômage**

Selon les analyses de Schmitt (2012, 2014, 2017), Cencini (2012, 2017a, 2017b) et Cencini et Rossi (2015), dans un système de paiement rigoureux, le service de la dette ne devrait pas nuire aux économies endettées c'est-à-dire que les programmes de réduction de la dette ne se caractériseraient pas par des déséquilibres économiques internes. En effet, comme dit le dicton, « *aucun déficit ne peut exister sans être financé* » (Hieronymi, 2012), pour Schmitt (2014) et Cencini (2017a), la dette est payée dès sa naissance dans un véritable système de paiement. Considérons comme précédemment deux pays  $A$  et  $R$  où à la période  $p_0$   $A$  s'endette à la hauteur de 10MR pour payer ses déficits et à la période  $p_1$  il est soumis au remboursement. Nous analysons les paiements du déficit qui ont lieu en  $p_0$  et ceux qui prennent place lors du service de la dette en  $p_1$ .

Lorsque les importations sont égales aux exportations, les besoins de paiement sont compensés par les paiements reçus de l'étranger. En d'autres termes, les devises gagnées dans les exportations compensent parfaitement les devises dépensées dans le paiement des importations. Cependant, lorsque les importations dépassent les exportations, le paiement des importations nettes est problématique, car il n'y a pas de recettes d'exportations qui permettraient de combler les dépenses. Ces paiements peuvent être analysés à deux niveaux suivant l'approche de Schmitt (2014) et Cencini et Rossi (2015) : au niveau micro-économique et au niveau macro-économique.

D'abord au niveau micro-économique, les importations nettes de l'économie  $A$  sont payées par les résidents qui dépensent une partie de leurs revenus ou exportent des titres de



même valeur que leur déficit. La dépense de ces revenus signifie que les résidents renoncent instantanément à la production (pouvoir d'achat) associée au dit revenu. Ils perdent dans leur économie le pouvoir d'achat associé au revenu puisqu'il n'est pas exercé sur une production domestique. Ce revenu n'est pas non plus gagné par les partenaires à l'étranger qui sont payés dans un revenu exprimé en devises. En dépensant son revenu, l'économie déficitaire renonce à ou cède inévitablement une production qui équivaut à son importation nette. Si au lieu de dépenser son revenu domestique pour importer des biens réels, le pays déficitaire exporte des titres financiers, il apparaît également qu'il paie instantanément son déficit en cédant immédiatement une partie de sa production future.

Cependant, comme expliqué dans le chapitre précédent, les paiements des résidents n'atteignent pas les exportateurs de  $R$  dans la mesure où ces derniers doivent être payés en leur propre monnaie. Comme exprimé par Rossi (2007), en l'absence de monnaie dans le système de paiement international, les paiements extérieurs effectués par les résidents d'une économie donnée vers une autre économie ne se traduisent pas par un transfert de dépôt de l'économie importatrice vers celle en surplus. De ce fait, pour se procurer des devises pour satisfaire ce besoin de paiement, le pays  $A$  va avoir recours aux marchés financiers. Qualifiés de paiements macro-économiques par Schmitt (2014) et Cencini et Rossi (2015), ces paiements endettent le pays en tant qu'ensemble des résidents.

Il apparaît qu'en  $p_0$ , pour payer leurs importations nettes, les résidents renoncent à une valeur égale de leur production domestique. La perte du revenu dépensé par les résidents se traduit par une accumulation de stocks dans les entreprises que ces dernières ne peuvent écouler. Ce qui se traduit par une contraction de leurs activités. De ce fait, ces entreprises auront du mal à faire face aux dépenses engagées dans la production. Autrement dit, les dépenses de revenu par les résidents sont de nature à provoquer le chômage. Ce chômage est dû au manque de moyen de paiement international qui, permettrait que le pouvoir d'achat associé au revenu domestique dépensé sur l'extérieur par les résidents soit exercé sur la production domestique afin d'empêcher le problème d'écoulement. C'est ainsi que les pays déficitaires se trouvent dans l'obligation d'emprunter afin de financer leur paiement en devises. Le chômage n'est évité que par un nouvel emprunt du même montant, dont l'objet est le revenu domestique dépensé pour le paiement des importations nettes. À la période  $p_1$ , si le processus de réduction de la dette engendre des déséquilibres économiques internes, c'est le résultat d'une anomalie du système de paiements extérieurs. Cette anomalie est le résultat du manque de moyen de paiement supranational. En présence d'une monnaie de paiement internationale, à l'image des

paiements effectués entre différentes banques domestiques, la monnaie internationale remplacerait les devises empruntées et serait utilisée pour véhiculer les paiements vers l'économie partenaire. Dans cette situation, le besoin d'emprunter à la suite des dépenses effectuées par les résidents est comblé par la présence d'une vraie monnaie internationale. En conséquence, la dette souveraine (dette macro-économique) n'existerait plus et les déséquilibres économiques internes liés à son service n'apparaîtraient pas également.

### **5.3.2. Le service de la dette et le chômage**

Les analyses de Schmitt (2012, 2014) et Cencini (2017a, 2017b) sur la formation de la dette des pays montrent que si les pays ne souffrent pas d'une contraction d'activité du fait du règlement des résidents (où le revenu est perdu), c'est parce qu'ils empruntent deux fois d'une part pour reconstituer le revenu perdu et d'autre part pour effectuer les paiements monétaires. Si dans l'analyse classique ce double emprunt paraît absurde, il est toutefois nécessaire pour maintenir le niveau d'emploi des pays déficitaires dans l'actuel système des paiements extérieurs. En effet, suivant la conception traditionnelle, la croissance qui caractérise la période d'endettement a sa source dans la relance de la consommation et de l'investissement. Toutefois, si un seul emprunt permet de financer la consommation et l'investissement au niveau national, par quel moyen le paiement en devises de l'exportateur est-il financé ? Vice versa, si le seul emprunt permet de financer les paiements en devises de l'exportateur, comment la relance de la consommation et de l'investissement est-elle financée ? En partant du postulat d'un emprunt unique, il apparaît donc un paradoxe qui ne permet pas de financer la relance économique domestique que traduit le déficit extérieur et les paiements en devises de l'exportateur étranger.

Il en résulte ainsi que les déficits extérieurs sont financés doublement d'une part pour payer l'exportateur en devises et d'autre part pour empêcher l'apparition du chômage du fait de la dépense des résidents, d'où la croissance rapide de la dette extérieure en période de déficit. En revanche, les déséquilibres internes qui apparaissent dans les économies peuvent s'expliquer par le service des intérêts. Ces déséquilibres internes peuvent être appréhendés dans les programmes de réduction de la dette. En effet, une analyse des plans de sauvetage montre que la duplication de la dette extérieure est à l'origine du chômage qui apparaît dans les économies lors du service des engagements internationaux.

D'abord, les programmes de sauvetage inspiré de la théorie de la dette classique<sup>97</sup> mettent l'accent sur la limitation de crédits voire l'exclusion des débiteurs sur les marchés financiers à travers des politiques d'augmentation du taux d'intérêt et de durcissement des conditions d'accès de crédits du fait de leur faible niveau de solvabilité du pays. L'idée qui sous-tend cette stratégie est que le rationnement voire l'arrêt du crédit, permettrait de maîtriser la hausse de la dette et de ce fait améliorer la solvabilité des pays. Toutefois, les politiques d'exclusion ou de rationnement de crédit aux pays endettés limitent la capacité de ces derniers à réunir les fonds nécessaires à la reconstitution du niveau de leur emploi comme soutenu par Schmitt (2014) et Cencini (2017a). Dans cette situation, le service extérieur de la dette par l'économie engendrera le chômage dont la conséquence est la réduction de la production domestique. La solvabilité des pays ne s'améliore donc pas malgré la restriction, car si d'un côté le stock de la dette baisse, de l'autre côté la production nationale se contracte de sorte à détériorer l'indicateur de solvabilité (dette/PIB). En réalité, les pays n'arrivent pas à réduire le stock de leurs dettes et, sauf exception, doivent se limiter au paiement des intérêts. La duplication de ce paiement définit une charge pathologique qui conduit à une perte équivalente des réserves ou à une nouvelle dette qui remplace celle d'intérêt, ou encore à un accroissement du chômage.

Outre les conditions drastiques imposées par le marché financier, les pays doivent resserrer leurs dépenses qui sont accompagnées d'une assistance financière des institutions de Bretton Woods. Si cette assistance financière vient réduire l'effet de la limitation de crédit sur les marchés financiers, elle n'est pas utilisée dans la reconstitution de l'emploi perdu par les paiements extérieurs, mais pour assurer le transfert monétaire des ressources dégagées par l'austérité. L'assistance financière, qui devrait aider les pays à réduire leur engagement et relancer les activités de l'économie endettée, est neutre, dans la mesure où elle augmente la dette d'une part et d'autre part ne permet pas de rétablir l'emploi dans les pays débiteurs. Cette perte d'emploi est accentuée par les politiques d'austérité prescrites aux pays endettés. La structure des paiements internationaux neutralise les efforts des institutions de Bretton Woods à répondre efficacement au problème de l'endettement des pays.

En plus de détériorer la position des pays vis-à-vis de leurs créanciers, le chômage qui caractérise les plans de sauvetage du fait des politiques d'austérité paraît comme le résultat de la duplication des paiements extérieurs. En effet, en période de désendettement, la compression

---

<sup>97</sup> Confère chapitre 7.

de crédit ne permet pas d'emprunter suffisamment pour financer la reconstitution de l'emploi qui aura pour conséquence la contraction de la production nationale qui empêchera une réduction efficace de la dette du pays. De ce fait, du fait de la structure tergiversée des paiements extérieurs, le service de la dette se traduit par une réduction d'une partie de l'emploi domestique donc de la production ce qui détériore l'indicateur principal de la dette/PIB.

L'inefficacité des programmes de sauvetages depuis le début des années 1980, hormis ceux qui ont consenti un effacement conséquent de la dette et accordé des fonds d'investissement pour recouvrer l'emploi dans les pays endettés, s'explique essentiellement par cette duplication du service de la dette qui rend les engagements extérieurs insoutenables. C'est le cas du Mexique avec le plan Brady qui a accordé une réduction de plus de la moitié de la dette mexicaine et accordé des crédits d'investissement pour recouvrer le niveau d'emploi mexicain avant le début de la crise d'endettement (International Monetary Fund (IMF), 1990). Nous pouvons donc conclure que le chômage qu'expérimente les pays lors des processus de réduction de la dette est le fait de la duplication des paiements extérieurs. La mise en place d'un processus efficace de service de la dette impose ainsi la résolution de cette pathologie.

#### **5.4. Preuve statistique de la duplication de la dette extérieure : de la duplication des paiements à l'insolvabilité des pays**

En rappel, le besoin de réduction de la dette des pays naît du niveau insoutenable des engagements de ces derniers. Dans le chapitre précédent, nous avons montré que du fait de l'absence d'un véritable moyen de paiement extérieur, le règlement des déficits extérieurs charge doublement les pays. Cette malformation de la dette constitue un vice fondamental lors des épisodes de désendettement dans la mesure où toute tentative de service d'une unité du volume de la dette extérieure la fait renaître aussitôt ; d'où la difficulté des pays à se libérer de leurs engagements. Malgré les défaillances dans la collection des données statistiques, leur observation permet d'appréhender en partie cette pathologie.

Cette section a pour objet de mettre quantitativement en évidence la pathologie de duplication et partant de l'insolvabilité des pays du fait du système biaisé de paiements extérieurs. Le premier point de la section présente l'approche méthodologique permettant de capter la double contrainte des paiements extérieurs imposée aux pays. Le second observe quant à lui les statistiques de certains pays frappés par la crise d'endettement afin de voir dans

quelle mesure ceux-ci souffrent du dysfonctionnement lié aux règlements des déficits extérieurs.

### 5.4.1. Approches statistiques de la dette extérieure

L'analyse des statistiques de la dette extérieure fait ressortir deux approches de l'évaluation quantitative des engagements internationaux d'un pays. D'une part, la dette extérieure peut être approchée par les différentes composantes à partir desquelles elle est définie. Il s'agit d'une approche définitionnelle de la dette. D'autre part, les engagements extérieurs peuvent être approchés par le biais des enregistrements statistiques au fur et à mesure qu'ils apparaissent. En d'autres termes, il s'agit en quelque sorte d'une approche comptable<sup>98</sup> de la dette.

Générée par les paiements engagés vis-à-vis de l'extérieur, la dette extérieure d'un pays peut être approchée par la position extérieure de celui-ci vis-à-vis du reste du monde. En effet, suivant Dornbusch (1985, p. 214), la dette extérieure sur une période donnée par définition est la somme du déficit du compte courant (*CA*) de la période avec le niveau de variation des réserves (*RV*) en devises y compris l'or monétaire sur la période concernée à laquelle il faut retrancher les investissements étrangers nets (*FDI*) et les investissements de portefeuille nettes (*PE*) dont le pays a bénéficié sur cette période. Formellement, la dette extérieure (*ED*) s'écrit comme suit :

$$ED = CA + RV - (FDI + PE)$$

De cette approche, nous pouvons définir les facteurs qui provoquent l'augmentation du stock de la dette extérieure. Ainsi, si le déficit du compte courant augmente positivement le stock de la dette extérieure, un excédent de ce compte ne signifie pas nécessairement une réduction du stock de la dette extérieure. L'excédent extérieur peut être utilisé effectivement pour faire augmenter les réserves donc les créances du pays sans pour autant servir à honorer une partie des engagements extérieurs. Pour calculer de ce fait la dette accumulée sur une période donnée, nous ne tenons compte que des déficits extérieurs constatés.

---

<sup>98</sup> Le principe comptable est ici celui en partie simple.

Une variation positive des réserves peut constituer également une source d'augmentation du stock de la dette extérieure lorsque le compte courant est déficitaire. Lorsque le compte courant est excédentaire en présence d'une variation positive des réserves, une différence positive entre cette variation et le solde courant dénote qu'une partie de l'augmentation des réserves a pu se financer grâce aux engagements extérieurs. Lorsque cette différence est négative, il ne peut y avoir une augmentation des engagements extérieurs.

Les dernières composantes de la dette extérieure suivant ces approches sont les entrées d'investissements étrangers. Une entrée de capitaux étrangers du reste du monde n'entraîne pas une augmentation de la dette du pays. En revanche, et toujours d'après ces approches, une sortie de capitaux engendre un besoin de financement et partant une source d'endettement pour le pays. Il est donc postulé qu'une évaluation de l'augmentation du stock de la dette d'un pays doit prendre en compte le volume net de la sortie de capitaux. Une analyse plus approfondie montre que les investissements directs et de portefeuille ne conduisent pas à l'endettement extérieur des pays, car ils n'impliquent pas d'emprunt et ne peuvent pas conduire à une sortie de capitaux. La nature de la monnaie et des dépôts bancaires est telle que les capitaux investis à l'étranger ne quittent pas leur pays d'origine. Bien qu'apparemment absurde, cette conclusion signifie simplement que lorsqu'une entreprise ou n'importe quel titulaire de revenu du pays débiteur investit ses profits à l'étranger, elle échange d'abord ses dépôts libellés en sa monnaie contre des dépôts équivalents du reste du monde. Ces derniers sont ensuite investis dans l'économie du reste du monde. Les dépôts en monnaie nationale investis à l'étranger par l'entreprise ne sont pas perdus pour son pays, ce qui montre bien, une fois encore, que l'analyse macroéconomique conduit à des résultats qui ne peuvent être déduits de l'analyse microéconomique.

En somme, l'augmentation du stock d'endettement extérieur brut d'un pays sur une période donnée traduit le déficit extérieur de son compte courant et la variation positive de ses réserves non expliquée par le solde courant. Il traduit donc la dette générée par les opérations de l'économie domestique vis-à-vis du reste du monde et qui nécessitent un paiement. Qualifiés de dette justifiée (*DJ*) par Cencini et Schmitt, ces engagements traduisent les besoins de paiements engendrés par les échanges extérieurs d'une économie donnée. Nous pouvons ainsi réécrire l'équation précédente comme suit :

$$DJ = CA + RV$$

La seconde approche d'évaluation de la dette extérieure des pays consiste à enregistrer les engagements et les remboursements de dette d'un pays au fur et à mesure que ceux-ci prennent place. Issu du besoin d'évaluation de la santé financière d'un pays, la Banque Mondiale a mis en place un système nommé Debtor Reporting System (DRS) qui permet de collecter les différentes informations sur le volume de la dette auprès des débiteurs. Une fois collectées par le DRS, les données sont acheminées au système de dette extérieure de la Banque Mondiale appelée World Bank External Debt (WBXD) qui en collaboration avec les principales institutions créancières permet de produire les statistiques de la dette internationale. Ces enregistrements constituent la dette effectivement constatée d'un pays après paiement de ses transactions avec le reste du monde.

Conséquemment, sur une période donnée, la valeur de la dette effective ou observée (*ou dette totale DT*) sera fonction de la variation du stock de la dette extérieure (*EDSV*) de cette période, du remboursement du principal (*PR*) et des engagements effacés (*DF*). La variation du stock de dette extérieure sur une période donnée traduit de nouveaux engagements non honorés sur la période du pays lorsqu'elle est positive. Lorsqu'elle est négative, elle montre non seulement que le pays n'a pas contracté de nouveaux engagements nets sur la période, mais aussi a remboursé une partie du stock d'endettement précédent. Le paiement du principal et l'effacement du principal sur une période viennent en réduction du stock de la dette extérieure de la même période. Lorsque ces variables ne sont pas ajoutées à la variation du stock de la dette, les engagements contractés sur la période considérée deviennent sous-évalués. Elles viennent de ce fait s'ajouter à la variation du stock pour une évaluation juste de la dette du pays sur la période. Formellement la dette effectivement observée par le système d'enregistrement des engagements peut se définir comme suit :

$$DT = EDSV + PR + DF$$

A partir de cette double approche, une partie de l'effet de la duplication peut se capter en mesurant l'écart entre les différentes approches. En effet, la différence entre la dette effectivement constatée et celle définie par les opérations extérieures du pays traduit des engagements non expliqués par les échanges de biens réels avec le reste du monde. La valeur issue de cette différence mesure en partie le produit de la duplication des paiements extérieurs que Schmitt qualifie de dette injustifiée (*UD*). Formellement, la dette non justifiée *UD* par les échanges extérieurs de biens réels peut s'écrire comme suit :

$$UD = DT - JD$$

### 5.4.2. Etude de cas

Une application de cette approche sur des cas de pays ayant expérimenté ou expérimentant des problèmes liés à leur niveau d'endettement extérieur montre que ceux-ci souffrent d'un volume important d'engagements pathologiques. Les cas étudiés se composent principalement de pays d'Amérique Latine qui depuis le début des années 1980 supportent le coût le plus important des problèmes d'endettement. Dans ce sens, notre échantillon considère le Brésil, la Colombie et le Mexique qui constituent à eux trois plus de la moitié de la production d'Amérique Latine mais qui souffrent depuis plus de 35 ans de problèmes liés à leur dette extérieure. Nous étudions également l'Argentine considérée comme le meilleur exemple d'application du consensus de Washington (plan de sauvetage) mais qui entre dans sa neuvième crise d'endettement depuis les années 1980 (Hessler, 2019). Nous ajoutons la Jamaïque et l'Equateur qui se battent actuellement pour réduire le volume de leur endettement et améliorer leurs ratios de solvabilité.

A côté de ces pays latins, nous ajoutons à notre échantillon l'Afrique du Sud, la Zambie, l'Ukraine, la Turquie, l'Inde et l'Indonésie afin d'appréhender les problèmes d'endettement sur d'autres continents. L'analyse du cas de ces pays dont les économies se caractérisent par d'importantes ressources naturelles permettra de savoir si le problème d'endettement est ou non un problème de pays pauvre. Nous traitons également du cas de certains pays de la zone euro qui sont en crise ou menacés par la crise. Il s'agit de la Belgique, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Italie et le Portugal.

La période étudiée couvre les années 1980 à 2018 sauf l'Afrique du Sud et l'Ukraine où les estimations sont effectuées entre 1995 et 2018. Pour les pays de la zone euro, la période d'étude s'étend de 2004 à 2018. Suivant ce tableau, sur la période étudiée, tous les pays ont observé des entrées nettes de capitaux ce qui ne constitue pas une source d'endettement. Le volume d'endettement de notre échantillon s'explique principalement par le déficit courant et l'augmentation des réserves non expliquée par les excédents extérieurs (Nous faisons une présentation détaillée dans les Annexe 1 et Annexe 2).

En appliquant et en comparant les deux approches sur l'échantillon étudié, il ressort qu'une partie de la dette totale des pays ne peut s'expliquer par leurs échanges en biens réels avec le reste du monde (TABLEAU 5-1 et TABLEAU 5-2). En effet, si le début des années 80 marque le début du cycle infernal d'endettement du fait de la croissance rapide de la dette et la



mise en place des processus de réduction de la dette, les statistiques montrent que l'endettement injustifié provoqué par les opérations en termes réels des pays avec le reste du monde a précipité l'insolvabilité des pays. Malgré le processus de réduction permanent de ses engagements de l'Argentine depuis l'éclatement des accords de Bretton Woods, plus de 316 milliards de sa dette ne peut s'expliquer par ses déficits extérieurs en termes réels. Le Brésil, le Mexique et la Turquie constituent trois grandes économies émergentes qui trainent depuis les années 80 les problèmes liés à la forte croissance de leurs engagements extérieurs ; elles présentent chacune plus de 500 milliards voire près de 600 milliards de dollar US de dette injustifiée.

Sous perfusion du FMI depuis 2014 (International Monetary Fund (IMF), 2019b, 2019c), l'Ukraine souffre d'une forte proportion d'endettement non justifié. En effet, sur environ 344 milliards de dollars de ses engagements envers le reste du monde, seuls 75 milliards de dollars peuvent s'expliquer par ses échanges extérieurs de biens réels. Si l'Afrique du Sud ne présente pas encore de difficultés liées à la suraccumulation de ses engagements extérieurs, le risque d'une crise reste toutefois élevé comme montré par le FMI dans son dernier rapport sur le pays (International Monetary Fund (IMF), 2018a, 2018b). La détérioration rapide de l'indicateur de solvabilité du pays s'explique en partie par l'apparition de 22 milliards dans ses engagements qui ne peut se justifier par ses déficits extérieurs. Parmi les pays de notre échantillon, l'Afrique du Sud est celui qui présente une proportion plus faible de dette injustifiée relativement à ses engagements extérieurs totaux. Cette situation s'explique en partie par la forte influence du rand dans cette partie australe du continent.

L'Equateur est l'un des pays d'Amérique Latine qui souffre de façon continue des problèmes liés à son endettement extérieur depuis le début des années 1980. Cette situation s'explique par une proportion très faible (moins de 13%) des engagements justifiés par le déficit extérieur par rapport à la dette totale du pays. Les mesures d'austérité mises en œuvre par le gouvernement équatorien pour réduire le stock de sa dette provoquent de fortes tensions sociales et politiques (Cabrera, 2019) alors que près de 90% de ses engagements sont le résultat de la malformation de la dette<sup>99</sup>.

---

<sup>99</sup> Cette proportion forte de l'endettement pathologique dans l'endettement total s'explique en partie par la dollarisation de l'économie qui fait augmenter le besoin d'emprunter des dollars non seulement pour effectuer les paiements extérieurs mais aussi pour financer l'activité de production domestique.

L'Inde quant à elle a mené des politiques d'austérité afin d'améliorer sa position de solvabilité ces dernières années alors que plus 151 milliards de son stock d'endettement des 38 années passés ne s'explique pas par ses échanges de biens réels avec le reste du monde (International Monetary Fund (IMF), 2018c).

**TABLEAU 5-1: MALFORMATION DE LA DETTE DANS LES ECONOMIES EMERGENTES (EN MILLIARD DE DOLLAR US)**

	<i>Dette totale (DT)</i>	<i>Dette justifiée (JD)</i>	<i>Dette injustifiée (UD)</i>
<i>Afrique du Sud *</i>	263,83	240,88	22,95
<i>Argentine</i>	555,45	238,90	316,55
<i>Brésil</i>	1651,47	1127,04	524,43
<i>Colombie</i>	315,50	216,86	98,63
<i>Equateur</i>	107,87	13,88	93,99
<i>Inde</i>	1095,33	943,99	151,33
<i>Indonesie</i>	982,45	250,17	732,28
<i>Jamaïque</i>	36,95	27,25	9,70
<i>Mexique</i>	1222,33	641,97	580,36
<i>Turquie</i>	1274,97	678,65	596,32
<i>Ukraine *</i>	344,26	76,12	268,14
<i>Zambie</i>	27,89	9,96	17,93

*\*La période couverte va de 1995 à 2018*

*Source : Calculé à partir des bases de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019 et World Economic Outlook (WEO) du FMI du 01/10/2019*

Malgré l'existence de la « monnaie unique » dans la zone euro, la dette pathologique y apparaît également. Malgré l'absence de statistiques sur le service et les effacements de la dette dans la zone euro, il apparaît que la plupart des pays présentent un volume positif d'endettement injustifié comme la France, la Belgique, l'Italie et l'Espagne comme témoigne le TABLEAU 5-2.

La Grèce et le Portugal semblent avoir un endettement injustifié négatif. Ce qui semblerait montrer que ces pays ne souffriraient pas de la duplication de leur paiements extérieurs. Cependant, en considérant seulement le service du principal, il apparaît dans l'endettement de ces pays un volume conséquent d'endettement pathologique. Par exemple, selon les estimations de Okeanews, un media d'information sur la dette grecque, entre mai

2010 et janvier 2015, la Grèce a remboursé 81 milliards d’euro de ses engagements (Mouzakis, 2015). Selon le Wall Street Journal, entre février 2015 et janvier 2019, la Grèce a payé 41,6 milliards d’euros de principal (Forelle, Minczeski et Bentley, 2019). Ainsi, de mai 2010 à janvier 2019, le paiement du principal de la dette Grecque s’élève à plus de 122 milliards d’euro. Sans prendre en compte les effacements de dette dont le pays a bénéficié et les remboursements entre 2004 et 2010, la dette injustifiée de la Grèce s’établirait à plus de 100 milliards de dollars.

**TABLEAU 5-2: MALFORMATION DE LA DETTE DANS LA ZONE EURO ENTRE 2004 ET 2018 (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	<i>CA</i>	<i>RV</i>	<i>FDI</i>	<i>PE</i>	<i>DV</i>	<i>DT</i>	<i>DJ</i>	<i>UD</i>
<i>Belgique</i>	9,44	12,41	651,14	36,36	466,52	466,52	2,97	463,55
<i>Espagne</i>	−647,49	30,33	583,33	136,18	1596,88	1325,10	691,32	633,79
<i>France</i>	−252,37	95,72	696,29	388,96	3526,81	3526,81	348,09	3178,72
<i>Grèce</i>	−281,40	1,78	39,49	44,88	268,60	268,60	283,18	−14,58
<i>Italie</i>	−102,95	89,10	346,96	135,89	989,88	989,88	201,36	788,52
<i>Portugal</i>	−176,61	12,11	130,61	8,96	175,02	175,02	188,71	−13,69

*Source : Calculé à partir des bases de données de World Development Indicator (WDI) de la Banque Mondiale du 27/10/2019 et World Economic Outlook (WEO) du FMI du 01/10/2019*

Le Portugal de son côté a obtenu environ 78 milliards d’euro de la Troïka en 2011 (Direction Générale du Trésor, 2017). Entre 2014 et 2018, le pays a remboursé 26,3 milliards d’euros des engagements issus de ce programme de sauvetage (Direction Générale du Trésor, 2017 ; Essential Business, 2018, 2019). En ne prenant en compte que ce remboursement, la dette injustifiée du Portugal s’établit au moins à 14milliards de dollars.

La présence d’une dette injustifiée dans les engagements des pays ne constitue pas en soi une originalité de notre analyse. En effet, dans de nombreuses analyses, principalement celles de Dornbusch, le déséquilibre entre la dette constatée et la dette qui devrait être engendrée par le déficit extérieur d’un pays est perçu comme une fuite de capitaux. Il s’agirait

ainsi de capitaux qui se retrancheraient de l'économie du fait de la défaillance des enregistrements statistiques<sup>100</sup>. Toutefois, malgré l'amélioration des méthodes d'enregistrements, le volume de capitaux en « fuite » va crescendo. Cette approche se voit ainsi mise en cause par les faits. L'origine de la « fuite des capitaux » reste alors à définir.

L'essence de notre analyse réside dans le fait que ces capitaux qui se retranchent de manière inattendue dans l'économie d'un pays prennent leur source dans la structure défaillante des paiements extérieurs. La fuite de capitaux traduit ainsi en partie la duplication du paiement des déficits extérieurs. Conséquemment, une analyse du service de la dette des pays de notre échantillon prenant en compte cette pathologie de la duplication montre que les politiques d'austérité, les déséquilibres de change et le chômage ne devraient pas accompagner le paiement des engagements. Les politiques d'austérité sont apparemment justifiées dans le processus de réduction de la dette du fait de l'insolvabilité des pays. En prenant en compte les deux composants des engagements extérieurs c'est-à-dire justifiés et injustifiés, il apparaît qu'une formation de la dette des pays dans un environnement sain n'entraînerait pas leur insolvabilité et partant le besoin des politiques d'austérité pour se servir la dette. Par exemple, dans le cas argentin, avec plus de 50% d'engagements apparemment inexpliqués mais provoqués par la duplication du paiement du principal et des intérêts, l'Argentine ne serait pas insolvable si cette malformation n'avait pas lieu puisque la dette qu'elle supporterait ne vaudrait pas la moitié de ce qu'elle supporte à l'état actuel.

Dans un véritable système de paiements internationaux, tout déficit extérieur échapperait à une formation anormale de la dette et conséquemment réduirait voire supprimerait le risque d'insolvabilité des pays. Le recours aux politiques d'austérité pour améliorer la solvabilité deviendrait ainsi caduc.

En absence de la malformation de la dette, le désendettement des pays ne provoquerait pas des mouvements de change les contraignant d'entreprendre des politiques pour stériliser les effets néfastes qu'ils génèrent. En effet, si la dette justifiée traduit la cession immédiate des droits sur une partie de la production future, son service ne peut être source de déséquilibre dans la mesure où la demande de chaque pays est exactement égale à l'offre de biens réels, comme expliqué dans le premier chapitre de cette partie.

---

<sup>100</sup> Le prochain chapitre aborde la question de la fuite des capitaux en relation avec les déséquilibres globaux.

Toutefois, le service de la dette injustifiée est source de déséquilibre puisqu'il impose au pays de se procurer unilatéralement de la monnaie du créancier ce qui exerce une pression à la dévaluation de change. En présence d'un niveau d'endettement élevé, la dépréciation de change débouche dans la plupart des cas à des crises monétaires. L'exemple de l'Equateur illustre cet aspect pathologique des paiements extérieurs. Avec effectivement près de 90% d'engagements injustifiés, le programme de réduction de la dette préconisé par le « consensus de Washington » (Ponsot, 2005) va provoquer une dépréciation effrénée de sa monnaie lors du service de la dette. Impuissant devant la chute effrénée de son taux de change après l'échec des mesures de stérilisation, le problème de paiement extérieur débouche sur une crise d'endettement extérieur. En janvier 2000, l'Equateur devient la première grande économie à abandonner sa monnaie officielle au profit du dollar américain (Beckerman, 2001). Malgré l'abandon de sa monnaie, l'Equateur fait face à nouveau au problème de surendettement qui se traduit par une instabilité politique (Cabrera, 2019) due aux conséquences des politiques d'austérité conseillées par le FMI (International Monetary Fund (IMF), 2019e) pour renforcer sa dollarisation et réduire le volume des engagements. Si la dette de l'Equateur était sainement formée, le pays n'engagerait pas une procédure drastique de désendettement et conséquemment, préserverait non seulement la stabilité de son change mais aussi aurait toujours le « Sucre » comme monnaie.

Entre 1980 et 2018, la plupart des pays de notre échantillon vont connaître au moins une crise de change du fait des paiements extérieurs ou services de leur engagement vis-à-vis de l'étranger. C'est le cas de l'Inde en 1991 (Cerra et Saxena, 2002 ; Joshi, 2003), l'Indonésie au milieu des années 1990 (Cole et Slade, 1998), le Téquila mexicain en 1994 (Gruben, 1996 ; Sachs, Tornell et Velasco, 1996), le Brésil en 1999 (Ferreira et Tullio, 2002 ; Kregel, 1999) et la Turquie entre 2000 et 2001 (Eichengreen, 2003 ; Héricourt et Reynaud, 2006)<sup>101</sup>. L'Argentine est également le cas le plus récent et répété de pays souffrant des déséquilibres de change du fait du paiement. En effet, après des réformes monétaires visant à stabiliser le taux de change après la crise d'hyperinflation (Edwards, 2002), le pays n'a pu empêcher la dévaluation continue de son taux de change (Alberola, Lopez et Servén, 2004) malgré sa discipline très orthodoxe (Mussa, 2004). Dès le début du 21<sup>ème</sup> siècle, l'Argentine rentre inévitablement en crise de change bien que respectant scrupuleusement le plan de sauvetage préconisé. L'économie argentine continue d'être menacée par l'instabilité des changes que

---

<sup>101</sup> Le point commun de ces analyses est qu'elles montrent que ces crises sont générées à la suite de déséquilibres extérieurs sans toutefois mettre en cause la structure des paiements dans lesquels ces déséquilibres prennent forme.

provoque le service de dette comme en témoigne sa décision en septembre 2019 de suspendre le paiement de ses engagements et de mettre en œuvre une politique stricte de contrôle de change (Nelson, 2019).

**TABEAU 5-3: SERVICE DE LA DETTE RELATIVEMENT A LA DETTE JUSTIFIEE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	<i>PR</i>	<i>PF</i>	<i>IP</i>	<i>IR</i>	<i>JD</i>	<i>Service excédentaire</i>
<i>Afrique du Sud</i> *	106,20	0,00	71,35	0,00	240,88	−134,68
<i>Argentine</i>	294,78	1,33	209,59	11,88	238,90	55,88
<i>Brésil</i>	1155,38	0,06	494,72	17,56	1127,04	28,34
<i>Colombie</i>	186,58	0,04	99,06	0,00	216,86	−30,29
<i>Equateur</i>	67,48	0,01	36,84	2,54	13,88	53,60
<i>Inde</i>	592,13	0,00	209,99	0,00	943,99	−351,87
<i>Indonésie</i>	631,23	0,00	209,13	1,65	250,17	381,06
<i>Jamaïque</i>	21,55	0,82	15,75	0,21	27,25	−5,71
<i>Mexique</i>	812,32	0,00	502,60	0,57	641,97	170,35
<i>Turquie</i>	845,74	0,01	289,88	0,00	678,65	167,09
<i>Ukraine</i> *	232,68	0,00	60,06	0,94	76,12	156,57
<i>Zambie</i>	9,67	2,14	5,91	1,11	9,96	−0,29

\*La période couverte va de 1995 à 2018

Source : Calculé à partir des bases de données de *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019 et *World Economic Outlook (WEO)* du FMI du 01/10/2019

Si les engagements de ces pays ne présentaient pas un caractère pathologique, non seulement ils feraient l'économie des politiques de stérilisation mais aussi éviteraient la crise de change et ses effets associés. C'est le cas de l'Indonésie violemment frappée par les problèmes de change qui aurait suivi une autre trajectoire si elle n'avait pas à payer son engagement pathologique de plus de 700 milliards de dollar entre 1980 et 2018 sous forme de principal et d'intérêt. C'est le cas de l'Argentine également qui, malgré elle, a accumulé injustement plus de 300 milliards de dollars d'engagements extérieurs.

Une comparaison entre le service du principal et la dette justifiée montre que la plupart des pays ont subi des contractions anormales de leur activité économique du fait de la pathologie du système de paiement (Tableau 5-3). Par exemple, l'Argentine et l'Equateur sont deux pays qui souffrent actuellement de crises économiques du fait du paiement de leurs dettes

extérieures. Les observations des paiements en principal effectués et des engagements expliqués par les déséquilibres extérieurs respectifs montrent que ces deux pays ne devraient pas être soumis à un programme de désendettement dans la mesure où le volume total de leur endettement justifié est amorti par le volume de service du principal. Entre 1980 et 2018, l'Argentine et l'Equateur ont payé respectivement environ 295 et 68 milliards de dollars pourtant le volume respectif de leur engagement expliqué est approximativement égal à 239 et 14 milliards de dollars (Tableau 5-3). Ainsi, le service du principal excède le volume de la dette justifié d'environ 56 milliards de dollars pour l'Argentine et 53 milliards de dollars pour l'Equateur.

Il apparaît que le problème du service de la dette n'est pas un problème de disponibilité de ressources mais le manque d'un véritable système de paiement. Sans la dette pathologique, non seulement le volume d'endettement restant à servir serait nul et n'aurait pas besoin d'un plan de sauvetage, mais aussi le montant de service excédentaire aurait pu être investi pour relancer les différentes économies et contrer le chômage. Toutefois, la malformation de la dette imposée par l'actuel non-système de paiement international fait que ces pays doivent subir injustement la contraction de leur activité économique pour honorer un engagement dépourvu de toute finalité en termes réels, d'où les crises économiques et socio-politiques qui sévissent dans ces pays.

A l'image de l'Argentine et de l'Equateur, certaines grandes économies de notre échantillon présentent également un service excédentaire de la dette alors qu'elles souffrent du mécanisme du service de la dette. C'est le cas du Brésil, de l'Indonésie, du Mexique, de la Turquie et de l'Ukraine qui n'auraient aucun engagement extérieur en l'absence de leur dette souveraine. Sur la période étudiée, ces pays ont été soumis à des politiques d'austérité qui vont contracter l'emploi dans ces pays alors que le service excédentaire du principal relativement à leur engagement justifié aurait pu empêcher toute perte d'emploi.

La mise en œuvre du désendettement dans les pays où le paiement du principal est inférieur aux engagements expliqués traduit également une contraction anormale de l'emploi dans ces pays. Par exemple, en Inde, sur la période étudiée, après le paiement du principal, le stock de la dette restant est environ de 352 milliards de dollar sur 944 milliards de dollar d'engagement justifié. En ne tenant compte que de la dette expliquée, le volume d'endettement de l'Inde est largement soutenable relativement à sa production nationale. Dans ces conditions, elle ne devrait pas être soumise à une contrainte de désendettement. Toutefois, la malformation

de la dette imposera à l'Inde des politiques d'austérité qui vont catalyser le déséquilibre sur le marché de l'emploi (International Monetary Fund (IMF), 2018d). La Jamaïque n'aurait pas également franchi son seuil d'insolvabilité si elle n'avait pas dans le stock de ses engagements extérieurs une dette non expliquée par ses échanges extérieurs dans la mesure où elle n'aurait accumulé que 5,71 milliards de dollars de dette sur la période. Cependant, avec sa dette injustifiée, le pays est soumis à un programme d'austérité sévère qui va contribuer à amplifier le chômage.

Au niveau de la zone euro également, les problèmes d'endettement mettent en lumière l'existence d'un véritable problème structurel plutôt que de solvabilité. En effet, en l'absence de la dette injustifiée dans les engagements de ces pays, leur solvabilité ne serait pas en cause. Par exemple, avec respectivement 3178 milliards de dollars et 919 milliards d'engagement injustifié en moins, l'Italie et l'Espagne n'auraient pas besoin de la Troïka pour servir leur dette puisqu'ils seraient déjà solvables. Malheureusement, dans un environnement monétaire qui cause la malformation de la dette et partant l'insolvabilité, les pays se voient contraints d'appliquer des politiques draconiennes qui débouchent sur une hausse du chômage, une baisse de la production et une détérioration de la solvabilité des pays comme c'est le cas du Portugal et de la Grèce.

## **Conclusion**

Ce chapitre a étudié les difficultés des pays à honorer leurs engagements vis-à-vis de leurs créanciers. Dans un premier temps, il a montré que les approches séquentielles développées dans la littérature pour expliquer les distorsions qui prévalent lors du processus de réduction de la dette sont limitées car elles ne considèrent que l'endettement ordinaire. Elles ne prennent donc pas en compte le service de la dette (souveraine) du pays en tant qu'ensemble des résidents. En effet, si dans l'approche dominante, les distorsions sont censées naître de la réduction du revenu national, dans une approche macroéconomique, le service de la dette est un emploi du revenu et de ce fait ne devrait pas être source de déséquilibre. Les stratégies de désendettement issues de ces approches séquentielles mettent les pays dans un cercle vicieux dans la mesure où lorsqu'elles ne compriment pas la production, elles sont une source d'endettement ce qui empêche d'améliorer la solvabilité des pays et partant les maintient continuellement dans le plan de désendettement.



Aussi, nous montrons que les fluctuations considérées comme instrument d'ajustement par les analyses classiques constituent un vice fondamental lors des paiements de la dette. En effet, l'analyse des fluctuations montre d'une part qu'elles se répercutent négativement sur les efforts consentis par les pays pour servir la dette lorsque ceux-ci restent passifs aux fluctuations. D'autres parts, ces fluctuations font reproduire la dette payée par les pays lorsque ces derniers sont attachés à la stabilité de leur change. L'instabilité ou le surendettement est donc l'effet de la duplication des paiements extérieurs.

En outre, nous révélons que le chômage qui affecte les pays lors du remboursement de leurs dettes est le fait du manque de moyen de paiement international pour transmettre les paiements effectués par les résidents. En effet, les sanctions financières (limitation de crédit, augmentation du taux d'intérêt...) qui caractérisent l'état d'insolvabilité des pays font que ces derniers ne peuvent pas accéder suffisamment à des crédits qui leur permettraient de reconstituer l'emploi perdu lors du service de la dette. Le chômage apparaît ainsi comme une conséquence de la duplication des paiements extérieurs.

Enfin, ce chapitre fait une estimation empirique de la partie dupliquée ou de la dette pathologique dans les engagements des paiements. De ces estimations, il ressort que les pays ne seraient pas insolubles si les paiements internationaux avaient lieu dans l'ordre. En effet, un système ordonné de paiements internationaux empêcherait toute formation pathologique de la dette et de ce fait, les pays feraient l'économie du service de cet engagement qui relancerait l'emploi et la production domestique. Il apparaît donc que les déséquilibres lors des périodes de réduction de la dette sont essentiellement le fait de la dette souveraine (engagement pathologique).

En somme, la duplication des paiements extérieurs affecte négativement les pays et de ce fait constitue une véritable « épée de Damoclès » sur leur économie. Le système monétaire international actuel est donc source d'instabilité des économies endettées. L'effet de cette structure biaisée des paiements internationaux ne peut se limiter seulement aux pays endettés dans la mesure où leur défaut se répercute sur les marchés financiers et peut rendre instable les économies créditrices. Il s'avère donc central de déterminer l'effet de la pathologie sur l'architecture financière internationale en général et sur les créanciers en particuliers.

## **Chapitre 6 : Le système monétaire international, les déséquilibres globaux et l'instabilité financière internationale**

### **Introduction**

Le premier chapitre de cette partie a soutenu à travers le théorème de la dette et celui des intérêts que l'absence d'une véritable monnaie internationale à part entière rend double le paiement des déficits extérieurs. L'une des curiosités que soulève cette découverte de Schmitt est de savoir à qui profite le second paiement des importations nettes ? La réponse à cette question nécessite ainsi d'analyser l'effet de la pathologie non seulement au niveau des pays débiteurs, mais aussi au niveau des créanciers. Le chapitre précédent a montré dans ce sens que le double service de la dette extérieure est nuisible aux économies des pays débiteurs. En effet, la duplication des paiements extérieurs précipite l'insolvabilité des pays et leur impose des mesures draconiennes qui, en plus du chômage qu'elles provoquent, détériorent encore plus leur solvabilité. La duplication est donc dommageable pour les pays débiteurs comme montré dans le chapitre précédent. Qu'en est-il alors pour les créanciers ?

Une approche simpliste à cette question consiste à concevoir que si la dette est payée doublement, alors les créanciers profiteraient du « free lunch ». En conséquence, ceux-ci seraient contrariés par une réforme systémique qui supprimerait la pathologie. Cependant, une analyse du paiement de l'économie en surplus montre qu'elle ne prête qu'une fois et n'est payé qu'une et une seule fois du montant de son exportation nette comme expliqué dans le premier chapitre de cette partie. Il s'en suit donc que l'approche simpliste ne permet pas de donner une réponse satisfaisante à la problématique posée. Une analyse des effets de la duplication sur le marché financier international qui met les débiteurs extérieurs et les créanciers internationaux en relation peut constituer une intéressante alternative pour appréhender l'impact des paiements internationaux sur les pays en surplus.

Par ailleurs, les dysfonctionnements les plus ostensibles dans les analyses économiques sont l'instabilité financière internationale, les déséquilibres globaux et la fuite des capitaux. L'instabilité est la principale caractéristique des marchés financiers internationaux qui se traduit par la volatilité de change, celle du taux d'intérêt, le risque croissant des actifs financiers et l'incertitude permanente des acteurs (International Monetary Fund (IMF), 1994, 2019a ; McKenzie et Thomas, 1992 ; Saccomanni et Chambers, 2008). En d'autres termes, les opérations financières internationales sont effectuées dans un environnement fragile.

Suivant les analyses, cette instabilité favoriserait la fuite des capitaux qui serait à l'origine des déséquilibres globaux. En effet, la fragilité du système financier international entraînerait une profonde instabilité des échanges financiers internationaux et partant de nombreuses opérations s'effectueraient à l'insu des autorités monétaires. Il s'en suivrait donc un déséquilibre entre les opérations financières et celles portant sur les biens réels. Par exemple, selon la Banque des Règlements Internationaux (BRI), en 2013, les transactions journalières sur le marché de change étaient de 5,4 trillions de dollars pour s'établir à 5,1 trillions en 2016 (Bank for International Settlements (BIS), 2016). À l'opposé, la valeur de l'exportation des biens et services en 2018 s'établissait à environ 25,3 trillions sur l'année selon l'OMC soit environ l'équivalent de la valeur de cinq jours de transaction de change. Cet écart dénote qu'une grande partie des opérations de change sont destinées aux bulles spéculatives. Ces opérations nourrissant les bulles spéculatives donnent lieu à des déséquilibres globaux dont l'une des conséquences sur les échanges de biens réels est l'apparition du mystère du « déficit manquant » et/ou « surplus manquant » pour reprendre les termes de Krugman, Obstfeld et Melitz (2018).

Ces dysfonctionnements témoignent à première vue des anomalies dans les paiements internationaux. En effet, lorsque les paiements sont ordonnés, les opérations s'effectuant sur les marchés financiers ne s'écartent pas de celles sur les biens réels. Tout écart entre les opérations de ces deux secteurs dénote donc un problème dans la structure des paiements. Aussi, étant donné que les pays paient deux fois leur déficit extérieur conformément aux théorèmes de la dette et de l'intérêt et que le second paiement ne bénéficie pas aux créanciers, cette pathologie semble être à l'origine des déséquilibres du « déficit manquant » ou surplus manquant et partant de l'instabilité financière internationale. La détermination des causes structurelles de ces dysfonctionnements nécessite d'étudier les effets du double paiement sur le système financier international.

Ce chapitre analyse les conséquences de la duplication du règlement des déficits extérieurs sur l'architecture financière internationale. Il soutient que les déséquilibres globaux prennent leur origine dans l'aspect pathologique des paiements extérieurs qui ne profitent pas au payé alors qu'ils coûtent au payeur. Il montre également que cette duplication pathologique est à l'origine de capitaux spéculatifs qui alimentent les bulles spéculatives sur le marché financier. En d'autres termes, la fuite des capitaux, les déséquilibres globaux et l'instabilité financière sont donc la partie visible de l'iceberg.

Ce chapitre est composé de deux sections. La première fait un examen critique des causes des déséquilibres globaux définies dans la littérature économique. Elle relève les insuffisances des arguments traditionnels à donner une explication satisfaisante au problème. La seconde section détermine les causes structurelles des déséquilibres globaux. Nous montrons que ces déséquilibres globaux sont une autre expression de la duplication des paiements extérieurs.

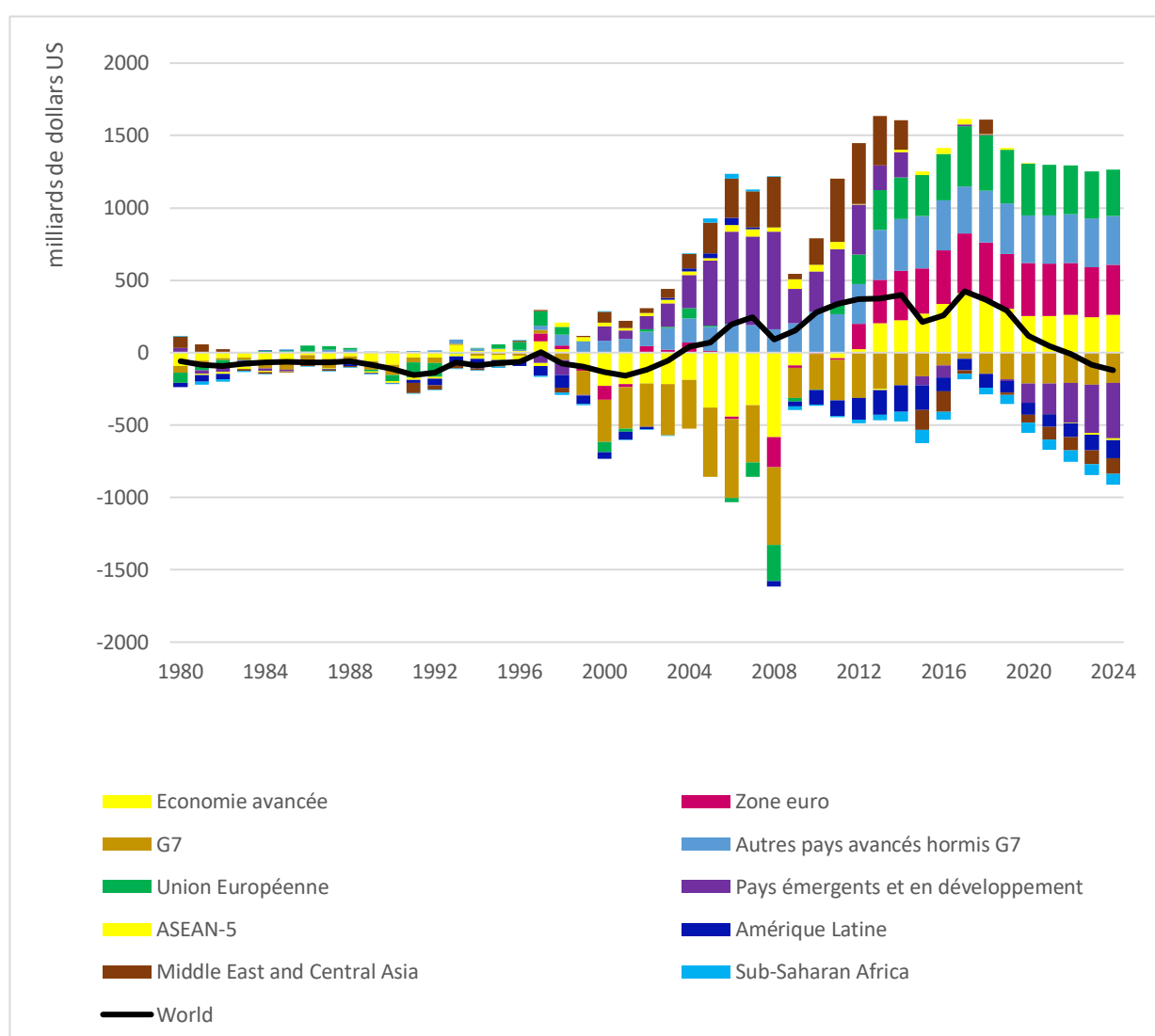
## **6.1. Les déséquilibres et instabilité**

Depuis la mise en place du système de comptabilité international, le déséquilibre global est l'anomalie la plus visible dans l'élaboration des comptes des paiements extérieurs. Les Graphique 6-1 et Graphique 6-3 représentent respectivement le déséquilibre du compte courant et celui de la position extérieure nette. Le Graphique 6-2 met en relation les deux déséquilibres. En 1980, le compte courant mondial qui était déficitaire de plus de 57 milliards de dollars US, est devenu excédentaire à partir de 2004 pour atteindre près de 1% du PIB mondial en 2018. La position extérieure nette mondiale qui devrait être nulle également était de plus de 1440 milliard de dollars US en 2005 avant de s'établir à environ 904 milliards de dollars US. Les déséquilibres sont donc caractéristiques des comptes de paiements extérieurs.

Ces déséquilibres globaux constituent un véritable problème dans l'environnement économique international. En effet, selon le FMI, « *ces divergences qui pourraient entraîner des réactions politiques inappropriées ont été accentuées en 1982, lorsque l'excédent des débits déclarés a dépassé 100 milliards de dollars - un montant très important si on le compare aux déficits enregistrés dans les principales régions du monde cette année-là* » (International Monetary Fund (IMF), 1987, p. 1, traduite). Pour Nawaz (1987, p. 44, traduite), « *une*

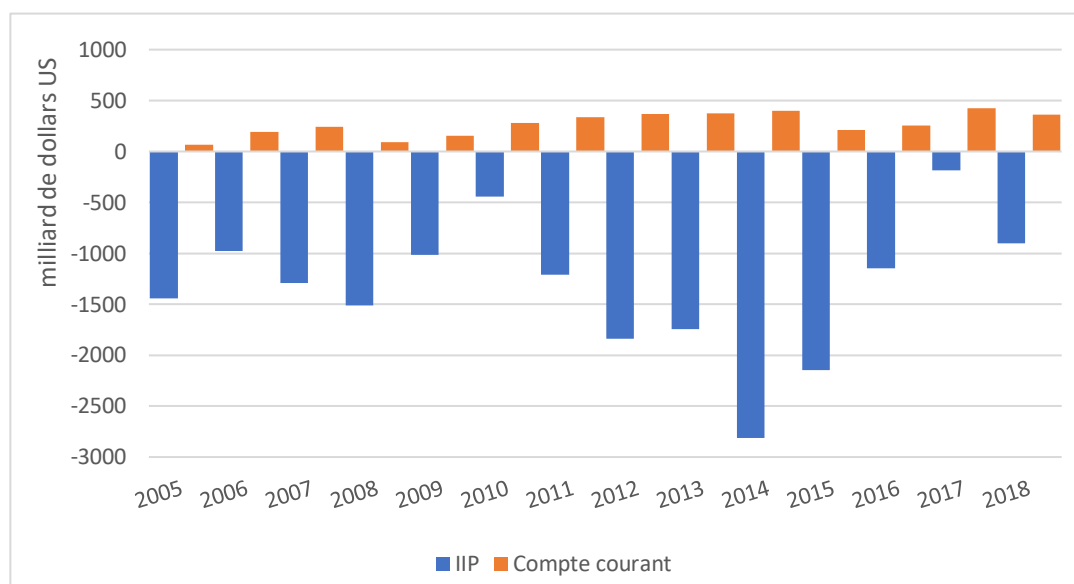
information incomplète sur les sources des déséquilibres affecte la qualité de la surveillance multilatérale des taux de change des principaux pays industriels, car un déséquilibre inexpliqué crée une incertitude quant à l'exactitude des estimations de la balance courante d'un ou de plusieurs pays ». En d'autres termes, les déséquilibres globaux du compte courant et de la position extérieure nette peuvent être source d'instabilité dans la mesure où ils peuvent dissimuler des bulles financières qui peuvent provoquer des crises lorsqu'elles éclatent. Face à l'urgence du problème, le Fonds Monétaire et certains auteurs vont se donner pour tâche de définir l'origine de ces divergences statistiques.

**GRAPHIQUE 6-1: DESEQUILIBRE GLOBAL DU COMPTE COURANT**



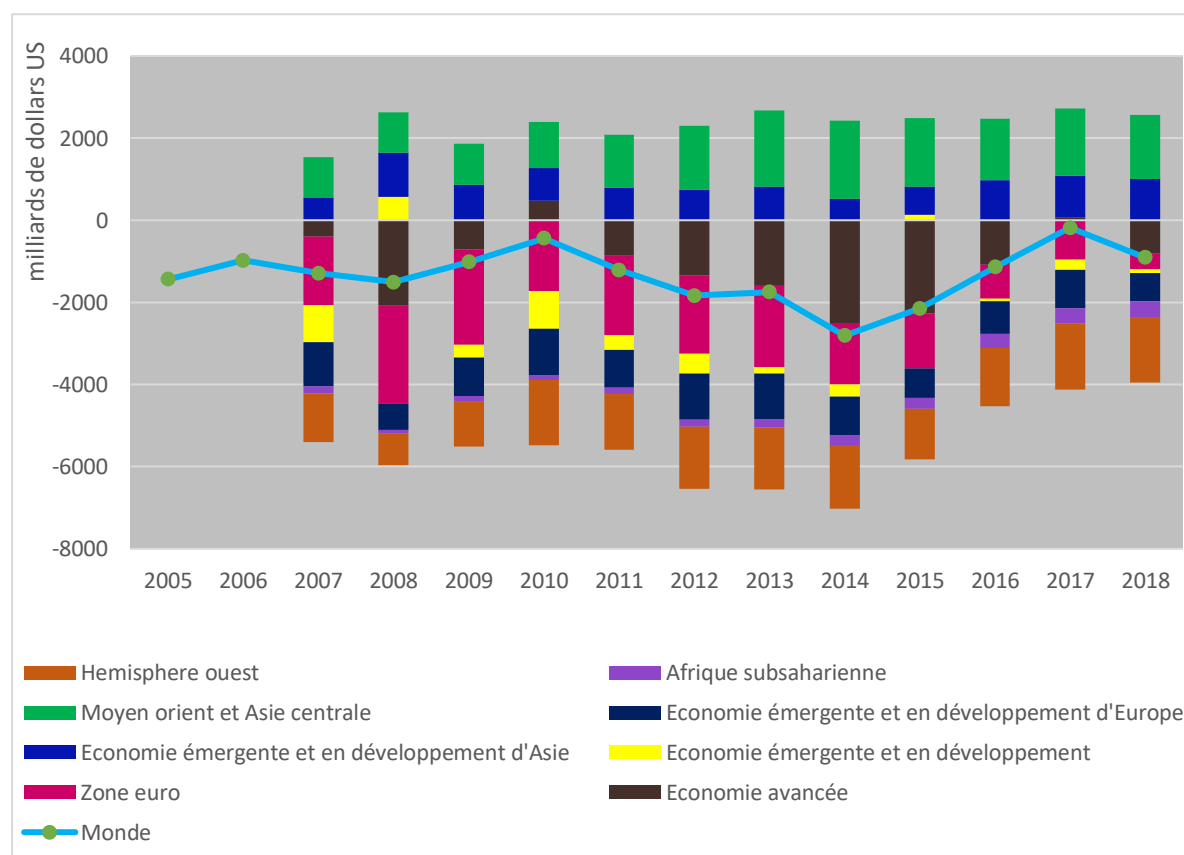
Source : construit à partir des données de World Economic Outlook (WEO) 06/03/2020

**GRAPHIQUE 6-2: DESEQUILIBRE GLOBAL DU COMPTE COURANT ET DE LA POSITION EXTERIEURE NETTE**



Source : construit à partir des bases de données de Balance of Payment and International investment Position du 19/02/2020 de World Economic Outlook (WEO) 06/03/2020

**GRAPHIQUE 6-3: DESEQUILIBRE GLOBAL DE LA POSITION EXTERIEURE NETTE**



Source : construit à partir des bases de données de Balance of Payment and International investment Position du 19/02/2020

Trois principaux éléments sont identifiés par ces différents travaux : les problèmes statistiques, les fuites de capitaux et la comptabilité du paiement des intérêts. Cette section examine chacun de ces arguments en mettant en exergue leur insuffisance pour expliquer l'aspect structurelle du problème.

### **6.1.1. Les déséquilibres globaux et les divergences des données statistiques**

La divergence des données statistiques définit les écarts d'enregistrement d'une même opération par les pays. De ce fait, du fait de ces gaps dans le système de reporting, l'agrégation des soldes courants mondiaux présentera des déséquilibres. Ces écarts peuvent être liés aux sources de données, aux enregistrements asymétriques des valeurs et au temps d'enregistrement qui s'écoule entre les importateurs et les exportateurs (Marquez et Workman, 2001).

Concernant la première cause des écarts, la différence des sources à partir desquelles la balance des paiements est construite se caractérise par une disparité de qualité dans la déclaration des données. Conséquemment, pour une même opération donnée, le débit enregistré par l'importateur serait différent du crédit qu'inscrit l'exportateur. Dans cette situation, la sommation des soldes courants de l'ensemble des pays de la planète donnerait ainsi lieu à un déficit ou un surplus en lieu et place de donner une valeur nulle.

S'il est bien entendu que la différence qualitative des sources des données peut conduire à des divergences statistiques, cet argument ne peut constituer une explication satisfaisante du fort et croissant déséquilibre des comptes des paiements extérieurs. En effet, depuis la prise de conscience des méfaits de ces déséquilibres en 1987, le FMI a mis en place à partir de 1992 un comité spécial « *pour superviser la mise en œuvre des recommandations contenues dans les rapports de deux groupes de travail du FMI qui ont étudié les principales sources de divergence dans les statistiques de la balance des paiements mondiale publiées par le FMI ; conseiller le FMI sur les questions de méthodologie et de compilation dans le contexte des statistiques de la balance des paiements et de la position d'investissement internationale ; et favoriser une plus grande coordination de la collecte de données entre les pays* » (International Monetary Fund (IMF), 1999, p. 1, notre traduction). Cet objectif initial sera élargi par la suite dans le but « de couvrir (i) la fourniture de conseils sur l'établissement de normes

méthodologiques relatives au SSE [(statistiques du secteur extérieur)] ; (ii) l'amélioration de la disponibilité, de la cohérence et de la fiabilité des statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale (PEG) ; (iii) le comblement des lacunes en matière de données sur les interconnexions financières et l'analyse des bilans ; (iv) la promotion d'une plus grande coordination de la compilation et de la diffusion des données entre les pays ; et (v) la facilitation de l'échange de statistiques » (International Monetary Fund (IMF), 2019b, p. 4, traduite). Ces réflexions vont inspirer l'élaboration des cinquième et sixième éditions du manuel de la balance des paiements et de la position extérieure (International Monetary Fund (IMF), 1993, 2009a) dans le but d'harmoniser les méthodologies, les sources et les qualités des récoltes de données statistiques. Toutefois, plus les sources et les qualités de données statistiques sont améliorées, plus grand est le déséquilibre global de la balance des paiements extérieurs. La qualité et la diversité des données statistiques paraissent ainsi limitées pour expliquer les déséquilibres globaux actuels. Mieux, l'amélioration de la méthodologie des enregistrements statistiques montre que ces déséquilibres sont sous-estimés comme exprimé par la tendance des déséquilibres du Graphique 6-1 et du Graphique 6-3.

L'écart entre le temps d'enregistrement des importations et des exportations est également un facteur générateur de divergence de données statistiques. Le temps s'écoulant entre la période où l'exportation a été effectuée et celui où l'importateur reçoit le produit peut conduire à des écarts statistiques lorsque la période (année) d'initiation de l'opération (de crédit) est différente de celle où l'opération (de débit) prend fin. Selon Helbling et Terrones (2009), le passage du déficit au surplus du compte courant mondial s'expliquerait essentiellement par la différence entre la période où certaines opérations d'exportations sont enregistrées et celle où les importations sont prises en compte dans les statistiques. Dans ces conditions, les données de la période où sont enregistrées les exportations feront ressortir un surplus commercial au niveau mondial.

Toutefois, si cet écart périodique de report des opérations peut conduire à un déséquilibre du solde global des paiements extérieurs, il ne permet pas de mieux illustrer l'important volume de ce déséquilibre d'année en année. En effet, le décalage de la période d'enregistrement entre les deux pays devrait, au pire, faire osciller le solde global entre surplus et déficit dans la mesure où lorsque les exportations excèdent les importations sur une période donnée, la période suivante permettrait de compenser le surplus précédent de sorte à réduire le déséquilibre. Le déséquilibre global devrait tendre vers l'équilibre. Cependant, comme le



montre le Graphique 6-2, les déséquilibres s'élargissent fortement et ne montrent aucune tendance vers l'équilibre global. Ainsi, les retards dans l'enregistrement des importations et des exportations ne permettent pas d'expliquer la tendance croissante du déséquilibre courant global.

L'estimation asymétrique des valeurs échangées serait également l'une des causes du déséquilibre du compte courant. Suivant les analyses, l'utilisation des taux de change distincts ou des prix différents serait à l'origine de l'écart apparaissant dans l'estimation des exportations et des importations d'une même opération (International Monetary Fund (IMF), 2002). Lorsque les exportations sont enregistrées à un taux de change donné, au moment d'enregistrer les importations celui-ci peut se modifier (dépréciation ou appréciation). Par exemple, une dépréciation du change par rapport à celui utilisé par l'exportateur provoque une sous-estimation des importations. Inversement, une appréciation du change par rapport à celui utilisé par l'exportateur conduirait à une surestimation des importations. Une agrégation de la balance des paiements extérieurs des différents pays conduira dans cette situation à un déséquilibre global des soldes d'échanges extérieurs. Aussi, l'enregistrement des exportations aux prix du marché dans le pays en surplus et des importations aux prix subventionnés pourrait conduire à l'inscription dans les statistiques de deux valeurs différentes. Dans ces conditions, l'agrégation des positions extérieures de l'ensemble des pays n'aboutira pas à un équilibre global comme le veut la logique.

Si la différence des prix lors des enregistrements statistiques peut provoquer des divergences, la partie des subventions des prix ne devrait pas échapper au reporting des données au niveau de l'un des ensembles de l'échange. En tant qu'ensemble, le pays paie l'importation au prix du marché que celle-ci soit financée ou non car la subvention n'affecte à aucun moment le coût ou la valeur du produit bien que baissant le prix payé par l'importateur. En effet, si l'importateur paie en prix subventionné, la subvention est payée par une autre entité de l'économie domestique. La valeur économique enregistrée dans les paiements par l'ensemble importateur est nécessairement égale à celle enregistrée par l'exportateur. La non-apparition de la partie subventionnée montre que le véritable problème n'est pas le fait d'un défaut statistique mais dans la relation du pays en tant qu'ensemble avec le reste du monde.

Concernant les modifications de change, si elles donnent lieu à des valorisations asymétriques d'une même opération par les pays, les déséquilibres globaux n'apparaissent plus également comme une défaillance statistique, mais comme un problème de paiement. Dans les

paiements domestiques effectivement, malgré la coexistence de différentes monnaies secondaires de banques secondaires, aucun échange ne donne lieu à des valorisation différentes. La différence de valorisation du fait de la relation entre les différentes monnaies ne situe pas le problème sur un volet statistique mais sur le volet de l'architecture des paiements. Ainsi, la réduction des déséquilibres ne viendra pas simplement d'une innovation des méthodes d'enregistrement statistiques, mais d'une prise de conscience sur la légitimité ou non des fluctuations de changes qui interviennent lors des paiements entre les pays et les mesures qui l'accompagneront.

En somme, si des défaillances statistiques peuvent être la source de déséquilibres l'importance et la trajectoire croissante de ces déséquilibres dénotent la présence d'un dysfonctionnement structurel. Dans son numéro de Septembre 2002 sur la perspective économique mondiale, le FMI affirmait effectivement que *« L'écart global des comptes courants est loin d'être le seul problème statistique auquel sont confrontés les analystes de la balance des paiements. (...) Malgré tous [les] problèmes statistiques, il reste clair, sous plusieurs angles, qu'il existe d'importants déséquilibres extérieurs entre les pays en déficit, d'une part, et les pays en excédent, d'autre part, et que ces déséquilibres se traduisent par des positions d'actifs nets divergentes »* (International Monetary Fund (IMF), 2002, p. 71, nous traduisons). La détermination des causes de ce dysfonctionnement nécessite ainsi une analyse de la structure des échanges internationaux en accordant un regard particulier à l'architecture des paiements dans la mesure où comme expliqué par Hausmann et Sturzenegger (2007, p. 472, notre traduction), *« si [le paiement] n'est pas nécessaire, les tendances des comptes courants ne doivent pas susciter de fortes inquiétudes »*.

### **6.1.2. Les déséquilibres globaux et les fuites des capitaux**

Suivant les analyses, la fuite des capitaux serait également une des sources du déséquilibre global. La notion de fuite de capitaux soulève un certain nombre de controverses qui nécessite d'être spécifié afin d'apercevoir en quoi celle-ci peut générer des déséquilibres globaux. Suivant l'entendement général, la fuite de capitaux se comprend comme le déplacement de la monnaie d'un pays vers un autre pour des fins de maximisation de portefeuille ou d'actif. Epstein (2005, p. 3, notre traduction) la définit comme *« le transfert d'actifs à l'étranger afin de réduire la perte de capital, la perte de rendement ou la perte de contrôle sur sa richesse financière en raison d'activités sanctionnées par le gouvernement »*.

Suivant cette conception, la fuite de capitaux représenterait une simple sortie d'actifs de l'économie. Dans ces conditions, elle ne saurait expliquer les déséquilibres globaux puisque cette sortie est compensée par une entrée qu'enregistre le pays d'accueil. Toutefois, en intégrant certains critères, les études vont distinguer la fuite de capitaux d'un simple mouvement de sortie de capitaux (Beja, Jr., 2005). Ainsi, suivant une approche juridique, la fuite de capitaux désignera une transaction illégale tandis qu'un mouvement courant de sortie de capitaux traduirait tout échange légal.

En suivant le critère de déclaration officielle, la sortie de capitaux désignera un mouvement déclaré aux autorités contrairement à la fuite de capitaux qui qualifierait les transactions de capitaux non déclarés dans les statistiques officielles. Dans cette approche la fuite des capitaux représente l'ensemble des sorties de capitaux non contrôlées par les autorités. En d'autres termes, elle exprime un mouvement qui échappe aux enregistrements statistiques du pays de départ. Selon le groupe de travail du FMI, l'émergence des centres financiers offshore depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale serait à l'origine de la croissance importante du volume des capitaux en fuite (International Monetary Fund (IMF), 1987). Suivant leur analyse, ces centres financiers octroient des avantages aux détenteurs de capitaux notamment des centres financiers traditionnels afin de les inciter à expatrier leurs actifs vers les offshores. Pour s'assurer que ces capitaux puissent profiter pleinement de ces avantages, ces centres offshores proposeraient des techniques très sophistiquées afin de soustraire ces actifs à leur pays d'origine à l'insu des autorités tout en brouillant les traces (Ajayi, 1997 ; Collier, Hoeffler et Pattillo, 1999 ; Dooley et Kletzer, 1994).

Techniquement, deux possibilités se présentent aux acteurs pour dissimuler les capitaux. La première consiste à faire tenir dans le centre offshore la comptabilité d'une activité de production située dans un autre territoire. En d'autres termes, la représentation officielle de l'entreprise est différente du territoire économique où elle mène sa production. En conséquence, pendant que dans le pays où l'activité a lieu la production est réellement comptabilisée comme une production locale, dans le centre financier offshore, celle-ci est considérée comme une importation de capitaux. Il en résulterait de ce fait un déséquilibre dans le mouvement des capitaux dans la mesure où les importations de capitaux enregistrés dans les centres offshore ne présenteraient aucune exportation en contrepartie. La deuxième technique de dissimulation de capitaux dans une économie donnée se traduit par des transactions très sophistiquées permettant de mener des opérations bancaires qui consistent en des opérations

de dépôt et de prêt final dans certaines activités indépendantes de leur principale activité. Cette technique consisterait principalement à brouiller la piste qui définit l'origine des capitaux se dirigeant vers les centres offshore. Dans ces conditions, « *[les] "avoirs transfrontaliers", ou les capitaux détenus dans d'autres pays, ont été reconnus par la plupart des pays débiteurs mais pas par les créanciers dans leurs comptes nationaux* » (Nawaz, 1987, p. 44, notre traduction). Ainsi, cette absence de contrepartie se traduirait par le déséquilibre global du compte des paiements extérieurs qui va crescendo du développement rapide des centres financiers offshore. La fuite des capitaux serait donc une des origines des déséquilibres des soldes courant et financier globaux.

Une analyse de ces mouvements dissimulés de capitaux avec la nature de la monnaie remet en cause cette explication de la fuite de capitaux comme étant à l'origine des déséquilibres globaux. En effet, traduisant un mouvement où la monnaie (le revenu) quitterait un pays vers un autre à l'insu des autorités (institutions) de l'économie de départ, la perception de la fuite de capitaux est contradictoire à la nature de la monnaie. Comme définie dans la première partie de ce travail, la monnaie est créée dans un mouvement instantané de débit et de crédit. La destruction finale du revenu issu de cette création monétaire se traduit également par un mouvement instantané cette fois-ci inverse à celui de sa genèse de débit et de crédit. Ainsi, en tant que flux, toute monnaie créée dans une comptabilité (système monétaire) donnée est nécessairement détruite dans le même système comptable (Schmitt, 1960b). De ce fait aucune unité monétaire ou revenu ne peut quitter son territoire d'émission (Cencini et Schmitt, 1991). Comme indiqué par Rossi (2007a, p. 312, nous traduisons), « *toute zone monétaire est un espace monétaire fermé : aucune unité monétaire ne peut à elle seule quitter le système monétaire qui l'émet* ». Dans ces conditions, du fait de ce principe fondamental de la monnaie, malgré les techniques sophistiquées que peuvent développer les centres financiers offshore, aucune opération ne peut dissimuler le revenu monétaire d'une autre économie. En d'autres termes, les capitaux ne peuvent s'extraire de l'économie du fait du comportement des individus sans passer par la comptabilité bancaire. La monnaie protège alors les économies de toute fuite de capitaux.

Cependant, cette protection ne signifie pas que les capitaux ne peuvent quitter une économie pour être investie dans une autre. Lorsqu'un agent choisit effectivement pour des raisons de maximisation de portefeuille ou d'échapper une forte imposition d'une économie donnée de transférer ces fonds dans une autre économie, bien que les actifs réels puissent se

déplacer vers un autre système bancaire, les dépôts demeurent dans l'économie d'origine jusqu'à sa destruction finale dans cette économie. Illustrons cela à travers un exemple stylisé

Soit un détenteur de capitaux  $a$  dans un pays  $A$  ayant pour monnaie  $MA$ , voulant transférer ses actifs dans un centre offshore situé dans un pays  $C$  ayant  $MC$  comme monnaie dans un compte  $c$ . Afin de brouiller la piste, celui-ci passe par le compte d'un agent  $b$  dans un pays  $B$  dont la monnaie est  $MB$  avant de transférer définitivement ses capitaux dans le centre offshore. Le système bancaire  $A$  ( $SBA$ ) va débiter le compte de  $a$  et créditer le compte du système bancaire  $B$  ( $SBB$ ). De son côté,  $SBB$  peut créditer le compte de  $b$  en contrepartie des actifs reçus de la part de  $SBA$ . Pour transférer ses actifs auprès de  $SBC$ ,  $SBB$  débite  $b$  pour créditer  $SBC$  qui crédite  $c$  à son tour en contrepartie du crédit obtenu de  $SBB$ . Ainsi, bien que les actifs financiers de  $a$  soient investis dans l'économie  $C$ , les dépôts liés à ceux-ci demeurent dans le  $SBA$ .  $SBA$  transfère<sup>102</sup> les actifs détenus par  $a$  en les remplaçant avec des actifs qu'il détient envers le  $SBB$ <sup>103</sup>.  $SBB$  remplace également ses actifs avec ceux qu'il détient vis-à-vis de l'économie  $C$ .

<i>Système bancaire A</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Dépôt de a</i>	<i>xMA</i>	<i>SBB</i>	<i>yMB</i>

<i>Système bancaire B</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>SBA</i>	<i>yMB</i>	<i>Dépôt de b</i>	<i>yMB</i>
<i>Dépôt b</i>	<i>yMB</i>	<i>SBC</i>	<i>zMC</i>

<i>Système bancaire C</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>SBB</i>	<i>xMC</i>	<i>Dépôt c</i>	<i>zMC</i>

Aussi il apparaît également dans le tableau que dès que les capitaux sont tracés dans le pays d'accueil, ils sont nécessairement enregistrés dans l'économie d'origine grâce à la monnaie qui vient se constituer en ceinture de sécurité. La prise en compte de la monnaie montre que la fuite de capitaux comprise comme une dissimulation de capitaux ne peut pas expliquer la présence de déséquilibres de la balance des paiements. En effet, il faut noter que

<sup>102</sup> Le véritable problème des paiements extérieurs se situe dans le transfert des biens réels lors des paiements.

<sup>103</sup>  $SBA$  peut détenir les actifs de  $SBB$  par endettement également.

si l'opération échappe réellement aux statistiques, c'est-à-dire qu'elle n'est perçue ni dans les données de l'économie d'origine ni dans celle de l'économie d'accueil<sup>104</sup>, elle ne peut au même moment devenir la source des déséquilibres globaux. Si elle est la source de déséquilibres globaux, cela suppose alors que la fuite apparaît nécessairement dans les statistiques. Cette situation appelle donc une redéfinition des fuites de capitaux pour réellement appréhender leur véritable origine et montrer en quoi elles peuvent expliquer les déséquilibres globaux. Comme soutenu par Cencini (2005a, p. 206, notre traduction), « *une fuite des capitaux ne définit pas le transfert d'un capital qui abandonne son pays pour augmenter le capital accumulé dans le reste du monde. En sous-facturant les exportations et en surfacturant les importations, un résident du pays peut cacher une partie de son capital aux autorités fiscales mais ne peut pas réduire le montant des capitaux nationaux disponibles au sein du système bancaire du [pays]* ».

### **6.1.3. La divergence comptable et les déséquilibres globaux**

La discordance comptable expliquerait en partie, selon certaines études, les déséquilibres mondiaux des comptes courants et financiers. En effet, suivant ces analyses, certaines opérations donnent lieu à des comptabilisations unidirectionnelles ce qui provoque la non-nullité du solde des comptes courant et financier du monde. La difficulté de prendre en compte certaines opérations par les deux parties expliquerait partiellement cette divergence dans la comptabilité des transactions extérieures du pays. Ce défaut dans la comptabilité internationale peut apparaître essentiellement du fait des services commerciaux, financiers, juridiques que génèrent les transactions frontalières. Étant donné que ces services sont générés dans les différentes frontières et non au départ d'une économie, la comptabilité internationale de ces transactions pose le problème d'identification entre le responsable de l'opération et son acquéreur (Marquez et Workman, 2001 ; Motala, 1997 ; The Economist, 2011).

Ces opérations seraient source de déséquilibre international du fait de la facilité d'identifier dans les prélèvements statistiques les exportateurs qui sont spécialisés dans la fourniture de ces services comparativement aux importateurs. Par exemple, lorsqu'une entreprise prestataire de service juridique est sollicitée dans la résolution de différends transfrontaliers impliquant plusieurs entreprises de plusieurs pays, l'exportateur étant

---

<sup>104</sup> Dès que l'opération est perçue dans l'économie d'accueil, elle n'est plus une fuite de capitaux puisque son origine est déjà connue dans celle-ci.

spécialisé dans ces types de services serait facilement identifiable tandis que les importateurs, disparates, seraient difficilement identifiables. L'échange de tels services conduirait à une comptabilisation unilatérale entre les pays dans la mesure où la transaction qui apparaît chez l'exportateur ne peut être tracée au niveau de l'importateur. Conséquemment de telles omissions auront tendance à rendre le solde courant mondial excédentaire. Selon Marco Terrones et Thomas Helbling, le passage du compte courant mondial d'un solde négatif à un solde positif s'expliquerait principalement par la forte croissance de ces gammes de services dans les échanges internationaux (International Monetary Fund (IMF), 2009 ; The Economist, 2011).

Le paiement des intérêts constituerait également suivant les diagnostics de la commission de la balance des paiements du FMI une source du déséquilibre global. Selon Krugman et Obstfeld (2009, p. 314, nous traduisons), « *[u]ne hypothèse plus plausible lie l'excédent manquant à une cause spécifique de divergences comptables au niveau national, à savoir la déclaration systématiquement erronée des flux internationaux de revenus d'intérêts* ». Suivant leur analyse effectivement, le service des intérêts n'est pas comptabilisé de façon symétrique dans la mesure où dans la plupart des paiements, les intérêts sont crédités directement dans le compte des banques étrangères sans pour autant traverser les frontières. Dans ces conditions, la comptabilisation des échanges extérieurs de l'économie créditrice omettrait une partie du service d'intérêts reçus. Le niveau élevé des taux d'intérêt qui a accompagné les séries de défauts qui se sont succédées à partir des années 1980 expliquerait principalement le déficit du compte des paiements internationaux selon les analyses menées par le FMI.

Si la défaillance comptable peut être source de déséquilibres globaux, celle-ci révèle un malaise dans l'application des principes d'élaboration de la balance des paiements. En effet, le principe de la comptabilité en partie double qui gouverne les opérations enregistrées dans la balance des paiements empêche naturellement l'existence de comptabilisation unilatérale des transactions. Suivant ce principe, chaque transaction est enregistrée doublement en tant que crédit et en tant que débit de façon instantanée. Dans ces conditions, « une entrée de crédit pour l'économie qui compile dans le compte courant de la balance des paiements est appelée une utilisation par le secteur du reste du monde (par exemple, les exportations sont utilisées par le reste du monde). De même, une écriture de débit pour l'économie déclarante est appelée fourniture de "ressources" dans le SCN (par exemple, les importations sont une ressource

fournie par le reste du monde) » (International Monetary Fund (IMF), 2009, p. 10, traduite). En suivant rigoureusement ce principe, aucun déséquilibre ne peut apparaître après agrégation de la balance des paiements de l'ensemble des pays. Dans cette situation, la divergence comptable qu'induirait le paiement des intérêts et les services commerciaux, financiers et juridiques ne peut traduire qu'une défaillance dans la mise en œuvre du principe de la balance des paiements donc des paiements extérieurs.

Concernant le paiement des intérêts, bien que celui-ci soit de nature à détériorer le solde courant du débiteur, l'enregistrement de cette opération dans la balance de paiement n'entraîne aucun déséquilibre du fait du principe de la comptabilité en partie double. Selon le FMI, *« l'intérêt est une forme de revenu d'investissement qui est à recevoir par les propriétaires de certains types d'actifs financiers, à savoir les dépôts, les titres de créance, les prêts et autres comptes à recevoir, pour mettre les actifs financiers à la disposition d'une autre unité institutionnelle »* (International Monetary Fund (IMF), 2009, 192). En tant que source d'investissement, l'intérêt représente donc un engagement pour le débiteur. Lorsqu'un pays débiteur paie des intérêts à son créancier, ce paiement est enregistré sous forme de transfert unilatéral dans le débit et au crédit il apparaît une réduction de ses engagements extérieurs. Du côté du pays créditeur, l'enregistrement inverse est réalisé. La réduction des actifs financiers est portée au débit tandis qu'un transfert unilatéral en provenance du reste du monde est enregistré au crédit. En conséquence, le paiement des intérêts n'entraîne pas en soi une divergence comptable dans la mesure où les débits et les crédits enregistrés de part et d'autre se compensent parfaitement. Que les intérêts soient annulés ou payés en monnaie nationale, l'opération est enregistrée suivant le même principe de la comptabilité en partie double. Dans ces conditions, le solde courant mondial ne devrait souffrir d'aucun déséquilibre du fait du service de la dette.

Concernant le paiement des intérêts que Krugman définit comme source de déséquilibres globaux, il s'agit d'un paiement entre résidents d'une même économie. En effet, bien que les institutions payées soient des succursales de banques étrangères, elles sont résidentes de l'économie endettée. Le service des intérêts effectué par les résidents vers ces succursales ne diffère pas des paiements domestiques. En conséquence, la balance des paiements n'enregistrant que les règlements extérieurs, elle ne peut comptabiliser cette opération. Dans ces conditions, bien que généré par une dette extérieure, le service des intérêts ne peut constituer une source de déséquilibres globaux. Il ne peut exister de divergence



comptable dans le service de la dette entre résidents d'une même économie tel qu'il est défini par Krugman et Obstfeld (2009).

Toutefois, l'existence même des déséquilibres globaux est l'expression de divergences comptables qui peuvent apparaître lors du paiement des intérêts mais aussi du principal des pays. Cet écart d'enregistrement comptable dénote une défaillance ou une entrave à l'application du principe fondamental de la comptabilité en partie double. Comme expliqué par Cencini et Citraro (2012, p. 263, notre traduction), le déséquilibre global « *n'est pas dû à des erreurs et omissions dans la collecte des données, mais à une pathologie du système actuel de paiements internationaux affectant le paiement des intérêts nets sur la dette* ». Cette pathologie fait que, dans sa mise en œuvre, la balance des paiements se transforme en une récolte de données statistiques sur les déplacements de stocks entre pays. La détermination de la véritable source de la dette extérieure nécessite donc la prise en compte de la structure des paiements internationaux. Comme soutenu par Cencini et Citraro (2012, p. 263, notre traduction), « *l'analyse de Schmitt sur le double paiement des intérêts nets fournit la clé de la résolution du mystère de l'"excédent manquant" et de la "sortie de capitaux manquante"* ». En d'autres termes, l'analyse de la duplication des paiements extérieurs, en accordant une attention particulière aux différents bénéficiaires de ce double règlement, semble intéressante pour détecter l'origine des paiements non comptabilisés dans les échanges internationaux.

La difficulté de prendre en compte certains types de services dans la mise en œuvre de la balance de paiement traduit également l'existence d'une défaillance dans l'application du principe de la comptabilité en partie double. En effet, le problème d'identification d'importations de certains services s'explique par le fait que ces derniers sont échangés à la frontière et sont consommés au même moment. En d'autres termes, le stock de services ne traverse pas les frontières de l'économie importatrice ce qui rend difficile l'identification des importations qui leur sont liées en l'absence de déclaration par l'importateur. Toutefois, bien que le mouvement de stocks ne soit pas physiquement perceptible, l'échange engendre des paiements entre les deux économies. De ce fait, une observation des flux de paiement permet une identification de l'ensemble des opérations entre pays.

Depuis sa conception, la balance des paiements peine à prendre en compte de façon instantanée les flux de paiement qui déclenchent les mouvements de stocks lors de sa mise en œuvre. Comme soutenu par Raffinot et Venet (2003, p. 14), « *la [Balance des Paiements] est souvent décrite comme un document comptable, ce qui est correct si l'on veut dire qu'elle est*

*établie suivant des normes et des règles. Mais cela peut induire en erreur si l'on pense qu'il s'agit de l'enregistrement de montants établis sur la base de pièces comptables. La balance des paiements est élaborée, comme la comptabilité nationale, à partir d'informations provenant de sources très diverses et d'estimations ».* Dans ces conditions, un service fourni à la frontière lorsqu'il n'est pas déclaré par l'importateur échappe à la comptabilité de la balance des paiements malgré les paiements effectués par ce dernier. Si dans les faits les paiements internationaux respectent le principe de la comptabilité en partie double, la mise en œuvre de la balance des paiements peine à traduire cette réalité incontournable. Il s'avère nécessaire de déterminer l'origine de cette défaillance et son implication dans les déséquilibres globaux. L'analyse de la structure des paiements semble être une perspective intéressante pour déterminer l'origine des déséquilibres globaux et partant leur effet sur la stabilité financière internationale. La duplication des paiements extérieurs n'est pas étrangère à cette anomalie dans la mesure où elle est générée par l'absence d'une véritable monnaie au niveau international qui par définition est un instrument d'homogénéisation de grandeurs exprimée dans des unités de compte distinctes.

## **6.2. Duplication des paiements internationaux et déséquilibres globaux**

Dans les chapitres précédents, nous avons montré que l'absence d'une véritable monnaie dans le système monétaire international conduit à une duplication des paiements extérieurs des pays. Une confrontation des résultats de cette découverte de Schmitt avec les déséquilibres globaux des paiements extérieurs, paraît judicieuse pour déterminer leur véritable origine et apporter des solutions appropriées pour résorber la menace qu'ils posent. En d'autres termes, il s'agit de déterminer l'effet de la duplication des paiements extérieurs sur les dysfonctionnement internationaux (déséquilibres globaux, instabilité financière et crise).

Cette section montre que les déséquilibres globaux sont la résultante de la duplication des paiements extérieurs et l'instabilité financière en est la conséquence. Elle se compose de trois points. Le premier met en relation la duplication des paiements en monnaie étrangère, les déséquilibres, la fuite des capitaux et l'instabilité financière internationale. Il montre que les déséquilibres globaux sont une autre expression de la duplication des paiements extérieurs. Le deuxième point traite des paiements sur le marché des changes en tant que source de

déséquilibre global de la balance des paiements. Il soutient que le marché des changes déforme la véritable nature des paiements internationaux, ce qui va générer les déséquilibres globaux. Le dernier point quant à lui montre que les paiements en monnaie de réserve sont source d'instabilité financière qui va alimenter les déséquilibres des soldes mondiaux des règlements internationaux.

### **6.2.1. Les paiements en monnaie étrangère dans l'économie internationale**

En rappel, les pays à monnaie faible paient doublement leur déficit extérieur composé en un aspect réel et un aspect monétaire. L'aspect réel consiste en la cession de ressources produites dans l'économie domestique de même valeur que celles de l'importation nette de biens réels. Ces termes de paiements découlent de l'identité de la balance des paiements qui se traduit par une égalité parfaite entre les importations totales et les exportations globales. Dans ces conditions, les paiements extérieurs en termes réels traduisent le mobile des échanges internationaux. Toutefois, étant donné que l'architecture monétaire internationale se caractérise par l'absence d'un moyen de paiement à part entière, l'aspect monétaire<sup>105</sup> des paiements au niveau international se sépare de l'aspect réel.

Après ses règlements en termes réels, le pays déficitaire se voit contraint de trouver l'instrument véhiculaire lui permettant de transmettre les ressources domestiques auxquelles il doit renoncer pour compenser ses importations nettes de biens réels. Pour ce faire, celui-ci doit se procurer de la monnaie de l'économie partenaire pour servir de véhicule aux biens réels. Pour acquérir les devises nécessaires au paiement extérieur, le pays a la possibilité de les emprunter sur le marché financier ou de les puiser dans ses réserves officielles. L'analyse de cette alternative de paiement montre que les paiements extérieurs chargent doublement les pays importateurs nets du fait de la déconnexion entre les aspects réel et monétaire des paiements. Une observation des retombées de cette pathologie montre que celle-ci génère des capitaux apatrides qui sont à l'origine des déséquilibres globaux et contribue à l'instabilité financière internationale.

---

<sup>105</sup> Dans les paiements domestiques, l'aspect réel et l'aspect monétaire des paiements ne constituent que les deux faces d'une même pièce du fait de la monnaie domestique qui se crée par l'institution de règlement national et s'éteint instantanément après avoir véhiculé les biens réels.

Lorsque le pays emprunte sur le marché financier pour financer l'aspect monétaire de ses règlements, celui-ci génère un déséquilibre dans le solde de paiement des pays. L'option d'emprunt fait augmenter le niveau d'endettement. La finalité de cet emprunt monétaire est d'acquérir des sommes de devises nécessaires pour véhiculer les règlements qu'effectuent les résidents. Il en résulte que l'importation coûte doublement au pays d'une part la cession d'une partie de la production nationale, d'autre part l'endettement du pays. Cependant à qui profite cette duplication ?

L'observation des mouvements du côté du pays déficitaire montre deux flux sortant de paiements dont l'un est imputable aux résidents de l'économie importatrice et l'autre au pays déficitaire en tant qu'ensemble souverain. D'une part, une partie de la production nationale, exprimée en revenu domestique, est cédée et d'autre part les devises empruntées sont dépensées pour véhiculer les paiements à l'exportateur. Ces deux flux sortants traduisent deux réalités distinctes dans la mesure où ils sont exprimés en des monnaies distinctes et portent sur différentes finalités<sup>106</sup>. En contrepartie de ces deux mouvements sortants il y a un mouvement entrant qui est l'entrée de biens réels dans l'économie considérée. Deux flux distincts sont donc observés au niveau du pays déficitaire contre un seul entrant. Le pays en surplus profite-t-il de ce double flux supplémentaire sortant ?

L'examen des flux du côté du pays en surplus montre que celui-ci ne jouit pas des retombées de cette duplication. En effet, en tant qu'ensemble, le pays en surplus est payé en devises par son partenaire afin de transmettre les paiements des importateurs à ses résidents exportateurs comme il le fait lors des opérations de paiements domestiques. À l'issue des paiements en devises, le compte de l'exportateur est crédité en sa monnaie nationale (devises) en contrepartie des biens réels exportés. Les résidents (l'économie) ne sont donc crédités qu'une seule fois. Le pays excédentaire en tant qu'ensemble bénéficie-t-il aussi d'un crédit ? le crédit reçu par les exportateurs est le prolongement de celui reçu par le pays comme expliqué par Schmitt (2012) et Cencini (2012)<sup>107</sup>. Dans ces conditions, le crédit de l'exportateur annule immédiatement le crédit initial obtenu par le pays. En d'autres termes, ce dernier ne bénéficie d'aucun flux net de paiement à l'issue du processus de règlement. En conséquence, payée en

---

<sup>106</sup> Nous rappelons que les paiements en termes réels effectués par les résidents sont libellés en monnaie nationale car ceux-ci cèdent une partie de leur production nationale ; et les paiements monétaires effectués par le pays en tant qu'ensemble sont libellés en devises. Étant donné que le motif de l'émission des devises n'est pas la production nationale, il apparaît que ce double aspect des paiements extérieurs traduit indubitablement deux objets distincts.

<sup>107</sup> Confère le premier chapitre de cette partie.

monnaie nationale, l'économie et le pays (en surplus) en tant qu'ensemble ne sont payés qu'une seule fois.

Après analyse des flux, il apparaît que malgré l'application du principe de la comptabilité en partie double, la compilation des flux entre les deux pays (déficitaire et excédentaire) montre l'existence d'un flux net du fait de l'absence d'une véritable monnaie de paiement internationale. En effet, si les flux réels se compensent de part et d'autre, les flux monétaires ne présentent aucune contrepartie réelle. Le pays en surplus exporte une partie de sa production domestique et est payé en revenu national. Le revenu national étant l'expression de la production nationale, le flux monétaire reçu par l'économie n'est que la compensation réelle des biens et services exportés. Les exportations de biens réels sont ainsi compensées au niveau du pays en surplus qui n'obtient pas un paiement double de ses exportations. Au niveau du pays déficitaire, les importations de biens réels sont compensées par la cession d'une partie de la production nationale qui se traduit par la dépense du revenu domestique. Dans ces conditions, les achats de chaque pays sont exactement égaux à ses ventes conformément à la loi macroéconomique énoncée par Schmitt (1975b, 1984c).

Conformément à l'identité de la balance des paiements, aucun déséquilibre global ne pourrait apparaître à l'issue de la compilation des positions extérieures de l'ensemble des pays si l'opération de paiement était finale. En effet, l'importation présente du pays déficitaire est compensée par la cession d'une partie de la production future à l'économie en surplus. Dans ces conditions, les importations du pays déficitaire sont exactement égales à ses exportations. Inversement, les exportations du pays en surplus sont identiques à ses importations du fait de l'acquisition immédiate d'une partie de la production future du pays déficitaire. Cependant, du fait de l'absence d'une véritable monnaie de paiement internationale les pays déficitaires sont contraints de se procurer l'instrument véhiculaire nécessaire pour transmettre les biens réels que cède son économie. L'obtention de la somme de monnaie nécessaire pour la transmission d'une partie de la production au pays en surplus génère un nouveau flux. Ce flux n'étant créé que par le pays déficitaire et ne profitant pas à l'économie exportatrice<sup>108</sup> vient déséquilibrer les flux réels équilibrés et partant le règlement des échanges.

Ainsi, indépendamment des défaillances statistiques et des divergences comptables entre pays, la duplication des paiements extérieurs générée par le manque d'une monnaie

---

<sup>108</sup> Il ne peut donc pas apparaître dans les statistiques de celui-ci.

internationale est la véritable cause des déséquilibres globaux structurels. En effet, la duplication se traduit par des déséquilibres des flux de paiements entre payeur et payé d'où les déséquilibres globaux. La duplication étant une pathologie liée à la structure de l'architecture monétaire, une amélioration des statistiques aura pour effet de mieux illustrer la divergence plutôt que de résorber le problème du fait de cet aspect monétaire des paiements qui vient s'ajouter à son aspect réel. De même, la divergence comptable ne fait qu'illustrer la nature double des paiements extérieurs dans la mesure où l'économie excédentaire n'est payée qu'une et une seule fois, sa comptabilité des échanges extérieurs ne saurait de ce fait enregistrer une opération imperceptible dans son économie. Quant au pays déficitaire, celui-ci constate l'effet de la duplication sur son économie à travers l'augmentation de sa dette du fait des paiements en termes monétaires. En conséquence les comptes des paiements extérieurs feront ressortir cette opération (coût) unilatérale<sup>109</sup>.

Pour financer les paiements en devises, un pays déficitaire peut puiser dans ces réserves de change. Une fois de plus, en lieu et place d'augmenter son niveau d'endettement, le pays fait baisser ses créances vis-à-vis du reste du monde. La baisse des créances se traduit par la diminution des réserves de change dans la balance des paiements. Comme soutenu par Cencini et Citraro (2012, p. 283, notre traduction) « *ce n'est que dans un tel système que les paiements d'intérêts nets conduisent à un déficit monétaire qui doit être compensé ou "accommodé" par une diminution équivalente des réserves officielles* ». Si cette réduction de créance est plus apparente dans les statistiques officielles, elle vient s'ajouter à l'aspect réel des paiements extérieurs moins apparents<sup>110</sup> dans les données. En effet, conformément au principe suivant lequel le revenu domestique dépensé par les résidents pour l'achat de biens étrangers ne quitte pas l'économie domestique, Schmitt (1975b, 1977a), Cencini (2015, 2001) et Rossi (2009a, 2007d) montrent que ce règlement ne permet pas de véhiculer les produits nationaux au-delà du territoire. Dans ces conditions, il sera perdu par l'économie importatrice, ce qui pourrait entraîner une baisse de l'activité économique du fait du chômage. Cependant, comme expliqué par Schmitt (2014) et Cencini (2017a) si le pays ne souffre pas d'une perte d'emploi c'est parce que celui-ci emprunte pour reconstituer le niveau du revenu domestique et contrer la réduction d'emploi.

---

<sup>109</sup> Le terme unilatéral désigne le fait que l'économie partenaire ne bénéficie pas des paiements en terme monétaire.

<sup>110</sup> Selon la lecture que l'on fait des paiements internationaux.

Bien que captés dans les opérations enregistrées dans la balance de paiements, les règlements en devises n'empêchent pas le pays déficitaire de céder la propriété d'une partie de sa production nationale contre l'importation de biens réels. La baisse des créances du pays vis-à-vis du reste du monde vient alors s'associer à l'aspect réel des paiements pour engendrer deux flux sortants contre un seul entrant. Les déséquilibres globaux dans la comptabilité extérieure sont l'expression de cet écart dans les flux de paiement entre pays engendré par la structure défaillante de l'architecture monétaire internationale. Une question reste toutefois posée à savoir à quelle partie profite ce flux supplémentaire qui vient doubler le poids des paiements par les pays déficitaires ?

A priori, le second paiement ne profitant pas au pays en surplus alors qu'il constitue une charge pour l'ensemble payeur est par déduction effectué au profit des capitaux apatrides. Comme défini effectivement par Schmitt (1984b, p. 16), le second paiement « *n'appartient à aucun pays et constitue donc, sur notre planète, une « poche autonome », une énorme excroissance, sur laquelle le pouvoir des États n'a aucune prise* ». Cette situation permet de tirer une première conclusion sur les causes de la fuite de capitaux. Il apparaît en effet que la duplication des paiements donne lieu à la soustraction d'une partie des capitaux de l'économie débitrice sans pour autant bénéficier à l'économie partenaire. La duplication des paiements est donc à l'origine de la véritable fuite des capitaux. Ce résultat montre que cette fuite ne traduit pas une sortie dissimulée dans les économies de départ pour être investie dans une autre économie, ni un choix de maximisation de portefeuille comme le prétend l'approche dominante (Ajayi, 1997 ; Beja, Jr., 2005 ; Claessens et Naude, 1993 ; Collier, Hoeffler et Pattillo, 1999 ; Cuddington, 1987 ; Dooley et Kletzer, 1994 ; Ize et Ortiz, 1987 ; Vestergaard et Højland, 2009). La fuite de capitaux exprime une erreur conceptuelle des paiements internationaux et partant des déséquilibres globaux. Nous pouvons dire avec (Cencini, 2005a, p. 209, traduite), que « *cet aperçu de la fuite des capitaux suggère que les écarts de la balance des paiements mondiale découlent d'une perte de capital subie par les pays endettés et que cette perte est étroitement liée au paiement des déficits de leurs comptes courants* ». La suppression du double service de la dette (principal et intérêts) constitue la condition incontournable pour lutter contre la fuite des capitaux.

En tant que capitaux apatrides, les paiements monétaires déconnectés de leur contenu vont créer des bulles financières et alimenter la spéculation. Si, à l'image des paiements domestiques, l'aspect monétaire des règlements avait des biens réels comme objet, aucune

irrégularité ne saurait être constatée. Toutefois, comme démontré dans les chapitres précédents, l'objet de la dette engendrée par l'aspect monétaire des paiements est une somme de devises qui par définition ne présentent aucune valeur intrinsèque. Dans ces conditions, la demande de crédit pour satisfaire cet aspect pathologique des règlements vient s'ajouter à la demande de crédits nécessaires pour satisfaire la contrainte régulière des paiements (aspect réel). En d'autres termes, la demande d'actifs pour satisfaire les paiements monétaires vient s'ajouter à celle d'actifs permettant d'effectuer les paiements en termes réels. Cette situation va provoquer une augmentation du prix des actifs sur le marché financier et partant du risque lié à l'endettement des pays déficitaires. Comme indiqué par Schmitt (2014, p. 41, traduite) « les bénéficiaires du *second paiement* ne sont que des prêteurs financiers, exactement comme les prêteurs de fonds monétaires justifiés. Il serait donc illogique de formuler des critiques à cet égard : les "*seconds*" prêts et les prêts "normaux" ont exactement la même origine. Les "*seconds*" emprunts génèrent des prêts imparfaits ; *ils ne devraient tout simplement pas exister* ».

Le volume du paiement des intérêts augmente non seulement du fait de la duplication du principal mais aussi du fait de l'augmentation du prix des actifs provoqué par l'aspect monétaire des règlements. Puisque les mouvements qui s'opèrent sur le marché financier sont le fait de transaction sans valeur immanente, l'aspect monétaire des paiements vient construire des bulles financières<sup>111</sup>. Comme l'exprime Cencini et Rossi (2015, p. 210, notre traduction), « ce capital pathologique est celui de la *bulle financière*, qui véhicule clairement l'idée d'une excroissance nominale ou vide dont la présence a un impact déstabilisant sur les secteurs financiers et économiques tant au niveau national qu'international ». Plus la bulle s'agrandit, plus la dette devient insupportable et les pays sont contraints au défaut sur leurs engagements comme ce fut le cas du Mexique en 1982 ou de la Grèce en 2012. La duplication des paiements ne profite qu'à la formation de capitaux spéculatifs et non au pays excédentaire comme une approche simpliste pourrait laisser voir. Ainsi, en plus de provoquer les déséquilibres globaux, la duplication des paiements extérieurs déstabilise les marchés financiers en créant des bulles financières.

---

<sup>111</sup> Les bulles financières traduisent, selon Aliber et Kindleberger (1989, p. 21, notre traduction), « les augmentations des prix des titres ou des devises dans la phase de la manie du cycle qui ne peuvent pas être expliquées par les changements des fondamentaux économiques ». En d'autres termes, il s'agit d'une survalorisation des opérations des actifs indépendamment de la valeur des biens réels (Campbell et al., 1997 ; Watanabe, Takayasu et Takayasu, 2007). Dans cette situation, les bulles financières sont nécessairement un problème de paiement comme soutenu par les travaux de Schmitt (1984c), Cencini et Rossi (2015), Rossi (2015) et Carrera (2016) dans la formation des bulles financières au niveau national.



En résumé, de façon pratique, nous pouvons dire avec Cencini et Citraro (2012, p. 283, notre traduction) que lors des paiements extérieurs « *la diminution des réserves officielles [des pays déficitaires] nécessaire pour rétablir l'équilibre, définit une perte dramatique de ressources subie par les pays débiteurs et explique les écarts globaux qui affectent le compte courant mondial et le compte de capital et financier mondial* ». Quoique les paiements pathologiques en devises soient enregistrés dans les statistiques du pays, ils génèrent des fuites de capitaux et partant le déséquilibre global de la balance des paiements extérieurs. Cette anomalie n'est ni profitable au pays débiteur ni à celui créancier dans la mesure où elle est destinée inévitablement à gonfler la bulle financière. La spéculation qui accompagne l'agrandissement des bulles constitue une sorte d'« *épée de Damoclès* » sur l'économie. Tout éclatement de la bulle entraîne l'économie dans une crise structurelle profonde. Il apparaît que la duplication des paiements est la véritable cause du déséquilibre mondial de la balance des paiements dont les conséquences sont l'instabilité financière. Les imperfections statistiques et comptables paraissent alors comme la conséquence de la défaillance du système de paiements internationaux.

L'examen des données statistiques permet de vérifier que la duplication des paiements extérieurs est la véritable cause des déséquilibres extérieurs. De ce fait, nous déterminons dans un premier temps le volume de la dette (principal et intérêt) pathologique et dans un second temps, nous comparons celui-ci aux déséquilibres mondiaux des positions extérieures globales nettes. Pour ce faire, nous mobilisons la même méthodologie que celle mobilisée dans le chapitre précédent pour estimer la dette pathologique des pays à faible revenu qui en grande majorité paient doublement leur déficit extérieur.

Étant donné la duplication des paiements extérieurs, l'endettement effectif des pays se compose d'une partie justifiée par les échanges des biens réels et une partie injustifiée expliqué par la nature pathologique des règlements extérieurs. L'endettement pathologique est déterminé par la différence entre le stock d'endettement effectif et le stock des engagements expliqués par le volume de valeur économique. Le Tableau 6-1 résume les différents composants et le volume d'endettement formé de façon irrégulière dans les pays en développement.

Sur la période de 1980 à 2018, les pays en développement sont excédentaires. Toutefois, ce surplus est inférieur à la variation des réserves internationales. Au cours de la même période, les flux de capitaux n'entraînent pas une augmentation du niveau des engagements du pays.

L'endettement justifié par les échanges de valeurs économique représente donc la variation des réserves non expliquée par l'excédent extérieur. Celui-ci s'élève à environ 5,07 trillions de dollars US. Pendant cette même période, la dette effective des pays est égale à la variation du stock de la dette extérieure à laquelle il faut ajouter le volume du principal servi et la valeur de la dette effacée. L'engagement effectif des pays à faible revenu s'élève ainsi entre 1980 et 2018 à environ 17,36 trillions de dollars US. La différence entre ce montant et l'endettement justifié donne la dette pathologique qui s'établit approximativement à 12,29 trillions de dollars US entre 1980 et 2018 et 9,23 trillions entre 2004 et 2018.

**TABEAU 6-1: MALFORMATION DE LA DETTE EXTERIEURE DES PAYS A FAIBLE REVENU EN MILLIARDS DE DOLLARS US**

	1980 – 2003	2004 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	–561,47	1139,02	577,54
<i>Variation des réserves</i>	1345,38	4307,59	5652,97
<i>Investissement direct étranger</i>	1617,17	6566,26	8183,42
<i>Investissement de portefeuille</i>	242,51	928,80	1171,31
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	2063,91	5348,99	7412,89
<i>Païement du principal</i>	2837,70	6991,27	9828,97
<i>Dette effacée</i>	66,13	58,70	124,83
<b><i>Dette Totale</i></b>	<b>4967,73</b>	<b>12398,96</b>	<b>17366,70</b>
<b><i>Dette justifiée</i></b>	<b>1906,85</b>	<b>3168,57</b>	<b>5075,43</b>
<b><i>Dette injustifiée</i></b>	<b>3060,88</b>	<b>9230,39</b>	<b>12291,27</b>

*Source : calculé à partir de la base de données de International Debt Statistics (IDS) du 01/10/2019*

Aussi, depuis l'introduction de l'euro, la défaillance du système des paiements européens conduit également à la duplication du paiement des déficits extérieurs. Cette pathologie affecte également les déséquilibres globaux des pays. Une analyse des statistiques disponibles permet d'estimer une partie de l'endettement pathologique des pays déficitaires. Nous agrégeons de ce fait la position extérieure des principaux pays endettés dans la zone afin de déterminer le volume d'endettement injustifié. Les pays considérés sont ceux du Sud frappés par la crise d'endettement communément appelés les PIIGS (Grèce, Italie, Ireland, Portugal et

Espagne). A ceux-là nous ajoutons la Belgique et la France, elles aussi présentant un niveau excessif d'endettement dans l'union. Les résultats sont présentés dans le Tableau 6-2.

**TABLEAU 6-2: MALFORMATION DE LA DETTE EXTERIEURE DES PRINCIPAUX PAYS ENDETTEES DE LA ZONE EURO EN MILLIARD DE DOLLARS US**

	<b>2004 – 2018</b>
<i>Compte courant</i>	-1338,46
<i>Variation des réserves</i>	334,08
<i>Investissement direct étranger</i>	2888,37
<i>Investissement de portefeuille</i>	256,01
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	8744,62
<i>Dettes totales</i>	8744,62
<i>Dettes justifiées</i>	1672,54
<i>Dettes injustifiées</i>	7072,08

*Source : Calculé à partir des bases de données Quarterly External Debt Statistics (SDDS) de la Banque Mondiale du 21/10/2019 et World Economic Outlook (WEO) du FMI du 01/10/2019*

Il ressort qu'entre 2004 et 2018, l'endettement justifié se compose du déficit courant et de la variation des réserves internationales. Malgré l'absence des données statistiques sur le service du principal et l'important volume d'endettement effacé, la dette effective s'élève à plus de 8,74 trillions de dollars US. La différence entre la dette effective et celle justifiée par les échanges de biens réels donne la valeur d'une partie des engagements pathologiques qui s'élève à plus de 7 trillions de dollars US. Cette formation pathologique de la dette des pays de la zone euro vient contribuer aux déséquilibres de la balance des paiements extérieurs.

Le Tableau 6-3 résume les différents dysfonctionnements qui affectent la structure des paiements extérieurs. Il apparaît que la duplication des paiements extérieurs fait perdre des capitaux aux pays endettés mais ne profite pas aux créanciers. En effet, entre 2004 et 2018, les pays à faible revenu ont connu un endettement de plus de 12,29 trillions de dollars US non expliqué par les échanges de biens réels. Les pays les plus endettés de la zone euro ont au moins 7,07 trillions de dollars US d'engagements extérieurs non expliqués par les échanges de valeur économique. Ces engagements irréguliers sont des capitaux apatrides qui ne profitent pas dans les faits à l'économie créancière. Si les créanciers bénéficiaient de cette perte de capitaux, aucun déséquilibre ne serait constaté au niveau global.

**TABEAU 6-3: DUPLICATION DES PAIEMENTS EXTERIEURS ET DESEQUILIBRE GLOBAL EN MILLIARD DE DOLLARS US**

	1980 – 2003	2004 – 2018	1980 – 2018
<i>Dettes injustifiées (Pays en développement)</i>	3060,88	9230,39	12291,27
<i>Dettes injustifiées (Zone euro)</i>	—	7072,08	—
<i>Endettement pathologique</i>	—	16302,46	—
<i>Position extérieure globale nette du monde<sup>112</sup></i>	—	–20764,23	—

*Source : calculé à partir des bases de données de International Debt Statistics (IDS) du 01/10/2019, de la Balance of Payment and International investment Position du FMI du 19/02/2020, de la Quarterly External Debt Statistics (SDDS) de la Banque Mondiale du 21/10/2019 et du World Economic Outlook (WEO) du FMI du 01/10/2019.*

Cependant, en observant la balance des paiements extérieurs, il apparaît qu'entre 2004 et 2018, la position extérieure globale nette du monde qui devrait être nulle s'élève à plus de 20,74 trillions de dollars US. Ce signe négatif signifie que l'architecture des règlements internationaux génère des créances non expliquées par les échanges de biens réels. En d'autres termes, après les paiements extérieurs, la planète terre dans son ensemble paraît endettée vis-à-vis d'une planète fictive (qualifié d'opérations sur Mars par The Economist (2011)). Si la terre n'entreprend aucun échange économique avec les autres planètes, la source de ces créances apatrides se trouve dans la duplication des paiements extérieurs. En effet, la valeur de l'endettement pathologique des pays s'élève à 16,3 trillions de dollars US. En rajoutant les paiements du principal et la dette effacée dans la zone euro<sup>113</sup>, la valeur de l'endettement se rapprochera de la position extérieure globale nette du monde. Le rapprochement de ces différentes valeurs confirme qu'aucun pays ne profite de l'endettement pathologique et sa seule destination est de se fondre dans les capitaux régulièrement formés sur les marchés financiers pour alimenter la bulle financière. L'origine des déséquilibres globaux est donc la duplication anormale des paiements extérieurs en monnaie étrangère.

<sup>112</sup> Les estimations de la position extérieure globale nette (PEGN) du monde ne commencent qu'à partir de 2008. Les valeurs de 2004 à 2007 ont donc été estimées.

<sup>113</sup> La valeur du remboursement du principal et de la dette effacée dans la zone euro doit être importante. En effet, d'une part, depuis 2012, les GIIPS ont bénéficié d'énormes effacements de dette pour faire face à la crise. D'autre part, la stabilisation du ratio dette/PIB malgré la déflation dans la zone euro, montre que les pays fournissent beaucoup d'efforts pour rembourser le principal.

## 6.2.2. Paiement extérieur, marché de change et déséquilibres globaux

Lors des paiements extérieurs, le recours au marché des changes constitue une option qui peut permettre à un pays déficitaire de se procurer des devises pour satisfaire sa contrainte de paiement monétaire. Sur le marché de change, en lieu et place d'être un simple moyen de paiement, la monnaie est transformée en une finalité de paiement où l'une s'échange relativement contre une autre. La demande d'une devise relativement à la monnaie nationale entraîne une dépréciation de change du pays demandeur. Si une telle dépréciation de change est présentée par l'analyse dominante comme un facteur qui permet l'ajustement automatique (Friedman, 1953 ; Obstfeld et Rogoff, 1995 ; Ohlin, 1929a ; Rueff, 1929) et constituerait une vertu selon les approches libérales, toutefois, les variations de change présentent des effets pervers sur l'économie domestique (Keynes, 1929c, 1929a ; Cencini, 2000b, 2015). En effet, selon le FMI, « *la dépréciation s'accompagnera d'une hausse des prix intérieurs en réponse à l'augmentation du coût des biens et services importés et à la hausse de la demande d'exportations et de substituts d'importations produits localement, l'amélioration de la compétitivité internationale générée par la variation du taux de change sera partiellement ou totalement érodée. Une telle évolution souligne l'importance de compléter l'ajustement du taux de change par des politiques monétaires et fiscales restrictives afin de faciliter le déplacement des ressources signalé par la variation (causée par la dépréciation) des prix relatifs* » (International Monetary Fund (IMF), 2009, p. 231, nous traduisons). Ainsi, du fait des paiements monétaires, le pays déficitaire devra se soumettre à des politiques d'ajustement interne pour contrer les effets des mouvements du change. Dans ces conditions, la soi-disant vertu apportée par les variations de change coûte au pays une partie de son emploi en plus de la dépense d'une partie de son revenu national. La dépréciation est donc un véritable vice.

Le pays peut toutefois éviter ces politiques restrictives qui sont de nature à réduire sa croissance en contrant la dépréciation de son change par le rachat de sa propre monnaie contre les devises. En choisissant cette option, il ressort après rétablissement du taux de change initial que les pays déficitaires sont soumis à une double transaction afin de finaliser le processus de règlement des importations nettes de biens réels. Le déséquilibre de la balance de paiement global se présente ainsi comme une conséquence des paiements défaillants entre les pays. Une fois de plus, au-delà des imperfections statistiques et comptables, le déséquilibre global traduit un défaut structurel du système monétaire international. Aussi longtemps que cette défaillance

demeurera, aussi pérennes seront les déséquilibres globaux en dépit des efforts qui pourront être consacrés pour l'amélioration des données statistiques et du système de comptabilité.

Le Tableau 6-4 et le Tableau 6-5 représentent les passifs conditionnels en devises dans le compte de réserves internationales des pays. Les passifs conditionnels définissent les « *prélèvements nets conditionnels à court terme sur les ressources en devises* » (International Monetary Fund (IMF), 2013, p. 32). Il s'agit d'un poste hors bilan car il porte sur « *les obligations contractuelles donnant lieu à des augmentations ou des réductions futures potentielles ou possibles des avoirs en devises* » (ibid.). La section présente quatre composantes que sont i) les passifs conditionnels des autorités, ii) les sorties potentielles sur une période d'un an ou moins associées aux titres avec options intégrées, iii) les entrées et sorties conditionnelles liées aux lignes de crédit inconditionnelles inutilisées et iv) les flux de devises pouvant découler des positions sur contrats d'option des autorités (ibid.). Un examen du premier composant du poste, c'est-à-dire les passifs conditionnels des autorités ou passifs en devises, permet d'apercevoir le volumes des réserves qui ont été dégagées par les pays pour contrer les effets des fluctuations de change que ces derniers subissent.

**TABLEAU 6-4: GARANTIES AVEC NANTISSEMENT EN MILLIONS DE DOLLAR US**

	2000 – 2005	2006 – 2010	2011 – 2015	2016 – 2018
<i>Brésil</i>	-12467,23	-8233,53	-9802,85	-11102,56
<i>Thaïland</i>	-5286,7	-2397,4	-1581,32	-846,54
<i>Colombie</i>	-3595,57	-1776,218199	-1283,73	-989,09
<i>Inde</i>	–	-1672	-3117	-4029
<i>Jamaïque</i>	–	–	-168,68	-133,59
<i>Uruguay</i>	-65,66	–	–	–
<i>Ukraine</i>	-57,46	-50,46	–	-107,33
<i>Turquie</i>	-10144,51	-6025,3	-5054	-6488

Source : calculé à partir des bases de données de *International Reserves and Foreign Currency Liquidity (IFRCL)* du 19/02/2020

Deux types d'opérations sont enregistrés dans les passifs conditionnels en devises : les garanties avec nantissement et autres passifs conditionnels sur devises. Les garanties avec nantissement sont des engagements pris par l'autorité pour assurer la stabilité de la valeur des actifs ou des obligations en devises. En d'autres termes, il s'agit de protéger la valeur des actifs et des obligations étrangers des effets pervers des fluctuations de change. Le Tableau 6-4 présente les ressources nettes en devises prélevées pour garantir la stabilité de change ou pour

certaines pays empêcher l'effet de change sur les obligations et les actifs internationaux. Le Brésil par exemple a dépensé plus de 41 milliards de dollars US pour stabiliser le taux de change de sa monnaie entre 2000 et 2018. La Turquie quant à elle, a dépensé plus de 27,7 milliards de dollars pour se garantir contre la pression de change. Des pays comme la Colombie, l'Ukraine, et la Jamaïque ont tous perdus une partie de leurs réserves pour contrer les effets des variations de change.

**TABLEAU 6-5: AUTRES PASSIFS CONDITIONNELS**

	2000 – 2005	2006 – 2010	2011 – 2015	2016 – 2018
<i>Argentine</i>	–43915,63	–	–	–
<i>Chili</i>	–90,6	–	–	–
<i>Equateur</i>	–	–	–	–6698,98
<i>Turquie</i>	–59160,90	–91103,28	–316280,91	–177167
<i>Indonesie</i>	–	–4260,97	–27749,08	–25090,39
<i>Jamaïque</i>	–	–	–640,64	–1343,23
<i>Uruguay</i>	–4960,22	–10689,52	–24754,40	–22004,94
<i>Peru</i>	–	–23263,21	–51612	–37643
<i>Philippines</i>	–7779,1	–8421,83	–5133,22	–4152,48
<i>Afrique du Sud</i>	–3505	–2239	–401	–1482

Source : Calculé à partir des bases de données de *International Reserves and Foreign Currency Liquidity (IFRCL)* du 19/02/2020

Les autres passifs conditionnels sont la seconde composante des passifs conditionnels en devises. Ils « désignent les autres obligations juridiques ou contractuelles des autorités qui dépendent d'un événement futur donné ou d'une certaine action à venir » (ibid.). Les opérations qui sont enregistrées dans cette composante sont principalement les lettres de crédit, les accords de prise ferme de titres et les engagements de prêts en devises pris par les autorités à l'égard des autres entités résidentes, les dépôts à termes auprès des autorités monétaires par les résidents et non-résidents mais aussi les dépôts en devises détenus auprès des autorités monétaires par les banques commerciales du pays déclarant. Ces opérations permettent aux pays de s'assurer que leurs paiements soient effectués à un taux de change prédéfini ou fixe afin d'échapper à d'éventuelles variations de change. La plupart des pays de notre échantillon ont subi ou subissent la dollarisation totale ou partielle (Bourguinat et Dohni, 2002 ; Ponsot, 2002 ; Théret, 2003). Le Tableau 6-5 montre le volume de prélèvement net de devises dans le cadre des opérations prévu pour ce poste. Il montre que la Turquie a engagé plus de 64,3 milliards de dollars pour réduire les pressions qui peuvent s'exercer sur son taux de change à la même période. L'Argentine, l'Équateur, l'Afrique du Sud et la Jamaïque prélèvent également une partie de leurs réserves pour amortir la pression sur le taux de change. Il peut

s'agir, en partie, de la manifestation du second coût des paiements extérieurs du fait des taux de change relatifs.

L'utilisation du marché des changes pour acquérir les devises afin de satisfaire l'aspect monétaire des paiements est également source d'instabilité financière. Cette alternative est celle qui illustre le mieux le rôle des paiements internationaux dans l'instabilité financière. En effet, chaque unité de monnaie nationale échangée contre devise sur le marché entraîne une modification systématique de la relation de change. Si selon l'opinion commune ces fluctuations sauvages sont le fait des politiques monétaires et des spéculations (Baumol, 1957 ; Dornbusch, 1976 ; Fischer, 1977 ; Johnson, 1969 ; Kindleberger, 1939 ; McKinnon, 1979, 2005), une analyse structurelle de ces volatilités montre que les modifications de change peuvent être le fait du dysfonctionnement des paiements extérieurs. Dans un système monétaire homogénéisé par la monnaie émise par une tierce partie, les paiements d'un ensemble vis-à-vis d'un autre ne donne lieu à aucune fluctuation du fait de la nature absolue des relations entre les différentes monnaies. Dans ces conditions, lors des paiements, la monnaie du payeur n'est pas échangée relativement à celle du payé, mais disparaît pour être remplacée par le moyen de paiements du payé par le biais de la monnaie d'une tierce partie comme nous l'avons exposé dans la première partie. Aucune monnaie ne survit donc à l'échange et partant, aucune monnaie ne peut exercer une demande excédentaire sur une autre et ne peut être détenue pour elle-même (Schmitt, 1975b, 1977a, 1984a, 1987).

Toutefois, dans le système monétaire international, du fait de l'absence de monnaie d'une tierce partie, les différentes monnaies rentrent dans une relation de change relative, ce qui les détourne de leur véritable nature (moyen de paiement) pour usurper le rôle de finalité de paiement (Piffaretti et Rossi, 2010 ; Rossi, 2009b, 2009c). Cette situation crée ainsi une illusion que les monnaies, malgré leur caractère avéré de flux, peuvent être détenues pour elles-mêmes. L'altération de cette caractéristique de la monnaie du fait du manque d'un véritable moyen de paiement, amène les spéculateurs à chercher un meilleur profit en anticipant sur diverses fluctuations de change. Cette spéculation est rendue possible grâce à la nature relative des taux de change (Schmitt, 1975a, 1975b, 1984a, 1987 ; Cencini et Schmitt, 1991 ; Cencini, 2000b, 2015) qui conduit inévitablement à la duplication des paiements extérieurs. En effet, si les taux de change des monnaies des différentes banques commerciales au sein d'un système monétaire national ne subissent pas de spéculation, cela s'explique par la nature absolue des relations de change qui lient les différentes monnaies.



Les caractéristiques actuelles du marché de change ont donc pour conséquence la construction de bulles spéculatives sur de simples moyens de paiement (somme de monnaie) sans valeur intrinsèque, car la monnaie survit à l'échange. La duplication des paiements extérieurs vient amplifier ces bulles spéculatives et provoquer l'instabilité sur le marché. Les crises de change traduisent, dans ces conditions, la maturité de ces bulles spéculatives de change et les taux de change se déprécient ainsi de façon continue. Les crises de change en Amérique Latine et en Asie qui ont précédé le surendettement des pays mettent en exergue le rôle des paiements extérieurs dans l'instabilité financière internationale.

La fluctuation de change traduit l'absence d'authentiques paiements dans l'environnement international. L'existence d'une monnaie internationale empêcherait effectivement toute fluctuation de change et partant toute anticipation sur les taux de change. Tout comportement de spéculation sur le change dans un tel système devient obsolète dans la mesure où les changes relatifs fluctuants sont remplacés par des changes absolus parfaitement stables sans coût pour un pays donné. En d'autres termes, la suppression de la duplication des paiements internationaux permet d'établir l'ordre sur le marché de change grâce à la modification profonde qu'elle apporte à la structure actuelle.

### **6.2.3. Les paiements extérieurs en monnaie de réserve et les déséquilibres globaux**

Si la duplication des paiements effectués par les pays à monnaie faible explique les déséquilibres financiers globaux, les règlements en monnaie de réserve donnent le coup de grâce à ce dysfonctionnement. En effet, l'analyse de ces paiements conclut une duplication de la base monétaire mise en évidence par Rueff (1963, 1971, p. 20-36) et qui est préjudiciable à l'architecture financière internationale, mais aussi au pays détenant cette monnaie. Lorsqu'un pays effectue le paiement de son déficit en monnaie nationale (monnaie de réserve), le payé doit convertir ce paiement en sa propre monnaie afin de créditer le compte de l'exportateur domestique. En acceptant les paiements en monnaie refuge, le pays en surplus monétise les devises (la somme de monnaie de réserve) en enregistrant celles-ci à l'actif de leur bilan en contrepartie de l'émission de la monnaie nationale pour le compte de l'exportateur domestique. Ces devises viennent augmenter le compte de réserves de l'économie.

Or, une fois dans sa réserve monétaire internationale, la somme de monnaie est investie par le pays en surplus sur les marchés financiers. En conséquence, conformément au principe selon lequel aucune monnaie ne quitte son territoire d'émission, la monnaie refuge demeure au bilan du pays payeur. Quoique demeurant dans son pays d'émission, la monnaie de réserve est dupliquée lors du placement de celle-ci sur le marché financier car d'une part la monnaie est à l'actif du pays déficitaire dans le système bancaire d'origine, et d'autre part, au même moment, elle rentre dans le système de crédit du pays exportateur net. La duplication n'aurait pas lieu si le système de crédit du pays excédentaire était une continuité du système monétaire de l'économie déficitaire conformément à l'approche méthodologique de Schmitt (2012) et Cencini (2012)<sup>114</sup>. Toutefois, force est de constater qu'en absence d'un instrument qui permet d'homogénéiser ces deux ensembles, les crédits effectués par le pays en surplus sont indépendants des opérations réalisées dans le système bancaire de l'économie importatrice nette. Nous pouvons le démontrer à travers le fait stylisé suivant.

**TABLEAU 6-6: BILAN DES REGLEMENTS EN MONNAIE DE RESERVE**

<i>Système bancaire P (SBP)</i>				<i>Système bancaire R (SBR)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>		<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Importateur</i>	<i>xMP</i>	<i>SBR</i>	<i>xMP</i>	<i>Réserves</i>	<i>xMP</i>	<i>Exportateur</i>	<i>yMR</i>
				<i>Titres financiers F</i>	<i>xMP</i>	<i>Réserves</i>	<i>xMP</i>

Considérons sur une période donnée deux économies dont l'une déficitaire notée *P* et l'autre excédentaire notée *R* (reste du monde). *P* détient une monnaie de réserve dénommée *MP* et *R* la monnaie faible notée *MR*. Le taux de change entre *MP* et *MR* s'établit comme suit :  $xMP = yMR$ . Pour régler son déficit, *P* débite le compte de son importateur pour créditer le compte du système bancaire de *R* (*SBR*). Ce crédit vient ainsi augmenter les réserves de *R* qui à son tour peut créditer le compte de l'exportateur de son économie comme illustré dans le Tableau 6-6. Rappelons le caractère macroéconomique de la défaillance des paiements internationaux. Les résidents de l'économie déficitaire paient de leur production de biens réels (réduction du revenu des importateurs) et les exportateurs sont payés en leur revenu national. Les irrégularités se posent lors du passage d'une zone monétaire (ensemble) à une autre zone monétaire (ensemble).

<sup>114</sup> Confère le premier chapitre de cette partie.

Les réserves monétaires étant investies sur le marché financier international,  $R$  va alors investir les siennes. Supposons qu'il achète les titres financiers émis par une firme  $F$  en créditant le compte de cette dernière. Si la monnaie  $MP$  ne quitte pas son économie émettrice, en rentrant dans les réserves internationales de  $SBR$  sous forme d'actif, celle-ci est dupliquée et investie sur le marché financier. Cette duplication se constate aisément dans le bilan de  $SBR$  qui après avoir émis  $yMR$  en contrepartie de la monnaie de  $xMP$ , vient augmenter le compte de réserve du pays en surplus. Bien que le montant  $xMP$  reste déposée dans  $SBP$ , il entre également dans le système de crédit de  $R$  sous forme de réserves où il est placé sur le marché financier (Tableau 6-6). Étant donné que le prêt sur le marché financier prend sa source dans le système de crédit de  $R$ , il n'est donc pas le prolongement ou la répétition du paiement initial obtenu de  $P$ . Le résultat ne pouvait être différent car pour que le prêt effectué par  $R$  soit le prolongement du premier crédit, il faudrait un moyen d'homogénéisation c'est-à-dire une monnaie internationale qui puisse permettre ce prolongement. Or,  $R$  et  $P$  se trouvent dans deux systèmes monétaires totalement hétérogènes par nature sans monnaie internationale. Ainsi, à l'issue du paiement du déficit extérieur en monnaie refuge, celle-ci est dupliquée. Comme soutenu par (Rueff, 1971, 27),

*« les devises transférées pour règlement du déficit sont achetées, contre création de monnaie, par le système bancaire du pays créancier. Les encaisses ainsi engendrées sont remises aux créanciers du pays débiteur. Mais en même temps ces devises, contre lesquelles le pays créancier a créé de la monnaie, sont replacées sur le marché du pays débiteur. Tout se passe ainsi, en fait, comme si elles ne l'avaient pas quitté. Entrant dans le système de crédit du pays créancier, mais demeurant dans celui du pays débiteur, les devises représentatives du déficit sont l'objet d'un véritable doublement ».*

Cette duplication des paiements extérieurs en monnaie nationale donne naissance à des xénodevises (ou « xenocurrency »). Elles définissent des monnaies de réserves (principalement) qui, bien que déposées dans leur pays d'émission, circulent aussi dans le reste du monde (Schmitt, 1975a, p. 102). Dans ces conditions, du fait de leur déconnexion du système de crédit d'origine, les opérations effectuées à partir de ces xéno-monnaies sont de nature à créer ou à augmenter les bulles spéculatives créant ainsi une instabilité financière internationale. Comme exprimé par Schmitt (1984c, p. 71-72), « l'accroissement du capital financier en xéno-monnaies est creux ou fictif puisque sa valeur est aussitôt reprise et réduite à néant par l'inflation qui en est induite ». Cette anomalie porte autant préjudice aux économies à monnaie faible qu'aux économies à monnaie de réserve.

Du côté du pays à monnaie faible, bien que l'importateur étranger paye de ses revenus formés en monnaie de réserve et que l'exportateur domestique soit payé en monnaie nationale, le pays en tant qu'ensemble souverain reste dans l'attente du véritable paiement (final) du côté de son partenaire. En effet, en exportant une partie de sa production nationale, le pays excédentaire ne reçoit en contrepartie qu'une simple promesse de paiement (*IOU*) de la part du pays importateur net (Schmitt, 1977a, 1984d, 1987 ; Cencini, 2000b, 2005b) pour laquelle il émet sa propre monnaie pour payer l'exportateur domestique. Le règlement n'est pas final puisque le pays déficitaire reste engagé vis-à-vis de celui excédentaire. Qualifiés de déficits sans pleurs par Rueff (1963, 1971), aussi longtemps que le pays déficitaire ne transfère pas une partie de sa production nationale à celui en surplus, les échanges en termes réels seront en déséquilibre entre les différents ensembles. L'agrégation de la position extérieure déboucherait alors sur un déséquilibre de la position extérieure globale.

Si le déséquilibre des positions extérieures n'est pas constaté dans les faits, c'est parce qu'il est absorbé par le caractère inflationniste qui accompagne de tels paiements. En effet, le pays à monnaie faible d'une part cède une partie de sa production nationale (exportation nette de biens réels) et d'autre part, il crée de la monnaie domestique (monétisation des devises) pour payer l'exportateur. Cette création monétaire contre devise vient diluer la teneur de revenus détenus par les résidents provoquant conséquemment l'inflation dans l'économie concernée. Comme expliqué par Schmitt (1984b, p. 16), « *[l]e désordre fondamental inhérent aux [paiements extérieurs en monnaie de réserve] saute aux yeux : si les produits n'étaient pas exportés, une unité de monnaie correspondrait à une unité de produit ; mais l'exportation des produits a une conséquence inflationniste : elle fait correspondre à chaque unité de produit une deuxième unité de monnaie* ». Cet écart inflationniste et le profit inflationniste<sup>115</sup> empêchent de constater le déséquilibre d'échange de biens réels. Dans ces conditions, en situation de déséquilibres, lorsque les paiements sont effectués en monnaie de réserve, les déséquilibres qui devraient s'observer dans les échanges de biens réels se compensent parfaitement par le biais des effets (écart et profit) inflationnistes créés dans le pays exportateur net. Comme l'explique Schmitt (1975b, p. 47), lorsque les importations nettes sont payées en monnaie de réserve, « *les exportateurs de biens, de services et de titres du pays dont la balance*

---

<sup>115</sup> L'écart inflationniste définit l'écart créé entre les revenus nominaux et les revenus réels d'un pays du fait du paiement des exportations en xénodivises (Schmitt, 1984a, p. 312). Selon Schmitt (1977b, p. 86), cet écart vient du fait que les « *pseudo-paiements s'ajoutent aux paiements en monnaies nationales, si bien que la somme des demandes solvables est supérieure à la somme des produits écoulables* ».

Le profit d'inflation exprime la conversion des profits monétaires issus de l'exportation du pays en profits réels (Schmitt, 1977a, p. 86).

*financière est positive trouvent leur paiement dans deux sources distinctes : à l'intérieur de l'équilibre, les exportateurs sont payés par l'équivalent des importations ; mais à l'extérieur de l'équilibre, les exportations ne sont payées que par l'inflation, c'est-à-dire par un prélèvement sournois sur l'ensemble des monnaies réelles du pays ».* Bien que le déséquilibre global dans les échanges de biens réels n'apparaisse qu'après agrégation des différentes positions extérieures, les écarts inflationnistes et le profit inflationniste constituent des sources de dysfonctionnement pour l'économie. Les dysfonctionnements engendrés par les effets inflationnistes sur l'économie ne sont qu'une autre manifestation des déséquilibres globaux.

Ce n'est pas seulement en situation d'importation (ou exportation) nette que les effets inflationnistes sont générés pour se répercuter sur les économies quand celles-ci utilisent les monnaies nationales pour les règlements internationaux. Lorsque les importations sont par exemple égales aux exportations, l'égalité parfaite des échanges de valeur économique, les deux pays souffrent de l'inflation du fait de la création de monnaie nationale de part et d'autre en contrepartie des devises gagnées. Comme soutenu effectivement par Schmitt (1984c, p. 17), *« [e]n chaque pays, la partie complémentaire du produit national est la mesure à la fois de l'« écart inflationniste » et du « profit d'inflation » que le [système] procure automatiquement à l'ensemble des entreprises, au détriment des titulaires de revenus ».* Dans ces conditions, les paiements en monnaie nationale (monnaie de réserve) paraissent donc périlleux pour les économies engagées dans les échanges.

Si les paiements des importations nettes en monnaie de réserves semblent être des déficits sans pleurs pour les pays qui en détiennent, ces derniers subissent tout de même des conséquences néfastes sur leur économie. En effet, ces règlements peuvent se transformer très rapidement en de véritables sources de génération de capitaux spéculatifs qui rendent l'architecture financière internationale instable. Lorsque le pays exportateur net est payé en monnaie de réserve, cette monnaie est replacée sur le marché financier. Ce placement, fruit de la duplication, aura pour effet d'augmenter l'offre de crédit. Cette croissance du volume de crédit va conduire à l'augmentation du prix des actifs. La duplication de crédit indépendamment de la production de biens réels vient diluer la teneur du revenu (financier) en biens réels d'où l'augmentation du prix des actifs financiers. L'augmentation de ces capitaux « offshore » vient donner le coup d'épaule à l'endettement pathologique lors du paiement des déficits des pays en monnaie étrangère. C'est ainsi que Schmitt (1984b, p. 237) affirmait qu'« *[a]ujourd'hui, l'endettement croissant des pays au profit du Capital apatride est le signe*

*du profond dysfonctionnement des paiements internationaux, et non pas, comme on le croit trop souvent, la preuve de la frivolité des pays-débiteurs, qui vivraient « au-dessus de leurs moyens » ». Cette affirmation reste toujours d'actualité plus de 30 ans plus tard.*

## **Conclusion**

Les déséquilibres globaux de la balance des paiements internationaux constituent un questionnement central dans l'analyse économique internationale. Constatant des déséquilibres grandissants à partir des années 1970, les institutions de Bretton Woods et certains auteurs vont se mobiliser pour déterminer leur origine et empêcher l'avènement de ceux-ci qui sont une grande menace pour les échanges internationaux. En désignant les divergences qualitatives et méthodologiques des statistiques comme la source de ces déséquilibres, de nombreuses mesures seront entreprises afin de faire converger les différentes données.

Toutefois, malgré les progrès réalisés dans l'enregistrement des données des échanges internationaux, les déséquilibres vont crescendo montrant ainsi l'insuffisance de l'argument centré sur les statistiques pour déterminer l'origine de ce mystérieux « trou noir » de la finance internationale. Ce chapitre a analysé les effets de la pathologie des paiements internationaux afin de déterminer les causes structurelles des déséquilibres globaux et les conséquences qui en découlent.

Nous montrons que le déséquilibre global de la balance des règlements internationaux est une autre expression de la duplication pathologique des paiements extérieurs. En effet, si les pays paient doublement leur déficit, les créanciers ne bénéficient que d'un seul paiement. Le second flux de paiement génère des capitaux apatrides qui viennent former des bulles qui vont alimenter la spéculation sur le marché financier. Dans ces conditions, l'agrégation de la balance des paiements de tous les pays du monde fera apparaître des déséquilibres dans la mesure où sur les deux flux distincts de paiement qu'effectuent les pays déficitaires, seul un et un seul entre dans l'économie en surplus.

L'apparition des déséquilibres globaux se présente également comme une preuve supplémentaire du double coût des paiements extérieurs analysé dans le premier chapitre de cette partie. En effet, si les paiements ne coûtaient pas doublement, il ne devrait pas y avoir de déséquilibres globaux à l'issue des paiements. Aussi, si ce double coût profitait aux pays en

surplus, aucun déséquilibre n'apparaîtrait dans la balance des paiements du monde. Les déséquilibres globaux sont donc le résultat des paiements extérieurs pathologiques.

L'usage de la monnaie nationale dans les règlements extérieurs vient consolider la nature spéculative des paiements internationaux. En effet, ce type de règlement crée des capitaux apatrides sur le marché financier qui vont soutenir par la suite les paiements pathologiques des déficits. En plus d'entretenir le double paiement des déficits, les règlements en monnaie refuge sont source d'instabilité financière dont les effets sont très désastreux pour l'économie émettrice.

En somme, en tant que génératrice des déséquilibres globaux, la charge de la duplication des paiements extérieurs ne profite ni aux économies excédentaires ni à celles à monnaie de réserve. Semblant réaliser des déficits sans pleurs, les économies utilisant la monnaie de réserve dans les règlements internationaux génèrent des capitaux apatrides qui vont provoquer l'instabilité financière internationale. Le désordre monétaire international est une menace perpétuelle pour le système financier et ne présente aucun avantage pour les pays. En d'autres termes, l'absence d'un véritable système monétaire respectant les différentes caractéristiques des paiements est le « talon d'Achille » de l'actuelle architecture financière internationale. Le besoin d'une véritable réforme est donc pressant afin de résorber les problèmes, qui sont de nature à affaiblir l'environnement économique international, causés par la duplication des paiements extérieurs.

## Conclusion de la Partie 2

L'analyse de la structure du système monétaire international montre que l'absence d'une véritable monnaie de paiements extérieurs affecte la formation de la dette entre pays. En effet, si dans les économies monétaires le contenu réel des échanges est produit par les agents économiques, le moyen de paiement est fourni par l'institution de paiement par le biais de l'émission de sa monnaie. Au niveau international, lorsqu'une économie est déficitaire, les résidents paient le déficit en termes réels, mais aussi, du fait du manque de moyen de paiement à part entière, le pays en tant qu'ensemble souverain doit se procurer celui-ci par endettement. Étant donné que les paiements effectués par les résidents sont libellés en monnaie domestique et ceux effectués par le pays en devises, alors, ces deux règlements sont distincts. Dans la mesure où cet endettement ne procure aucune contrepartie réelle au pays, il est pathologique. Il vient ainsi s'ajouter aux engagements extérieurs des résidents pour mettre le pays en situation de surendettement. Le surendettement des pays prend sa source dans le double paiement des déficits extérieurs du fait de l'absence d'un instrument véhiculaire à l'échelle internationale. Les résidents paient d'une part, de leur revenu domestique et d'autre part, le pays en tant qu'ensemble des résidents paie une seconde fois par emprunt de devises permettant le paiement du partenaire à l'étranger.

Cette pathologie met les pays débiteurs dans une impasse. Lorsque les pays débiteurs entreprennent de servir la dette effectivement, ils se voient obligés de choisir le moindre mal : chômage ou reproduction de la dette. Le service de la dette pathologique est source de déséquilibres internes du fait de sa nature spéculative. Si l'engagement permettant au pays de se procurer des devises ne procure aucune contrepartie réelle aux pays, le service de cette dette nécessite tout de même que les pays prélèvent et transfèrent une partie des ressources domestiques à l'extérieur. Lorsque leurs surplus extérieurs ne sont pas égaux au double de leurs endettements extérieurs, les pays sont injustement contraints de mettre en œuvre des politiques restrictives dans l'économie pour honorer leurs engagements. Ces politiques austères



compriment le niveau de l'emploi du pays, provoquant ainsi le chômage, la baisse de la production et conséquemment détériorant la solvabilité des débiteurs. Le processus de réduction de la dette devient ainsi inefficace.

Les pays peuvent toutefois éviter ce déséquilibre extérieur lors du service de la dette. En effet, lors du service de leur dette, les pays peuvent faire recours à l'emprunt pour financer le niveau de l'emploi de leurs économies afin d'éviter toute baisse de production. Cette situation rend le processus de réduction des engagements inefficace puisque toute dette servie fait renaître aussitôt cette dette. La duplication des paiements extérieurs ne permet donc pas aux pays de servir efficacement leur dette. Les pays auraient pu éviter tout processus de réduction de la dette que si l'endettement pathologique c'est-à-dire la dette souveraine, n'existait pas.

Si la duplication pénalise les pays débiteurs, elle ne profite pas aux créanciers. En effet, dépourvu de tout contenu réel, la duplication des paiements extérieurs produit des capitaux apatrides qui alimentent la bulle financière. L'accroissement de la bulle a pour effet d'augmenter le risque des investissements sur le marché financier. Cette situation fait augmenter le risque systémique de défaut et partant la crise financière qui fait perdre à un grand nombre de prêteurs leurs créances. La duplication des paiements extérieurs est de ce fait l'une des causes structurelles des crises systémiques, dont celle de 2008.

Les conséquences négatives de la duplication des paiements extérieurs sur les débiteurs et les créanciers appellent la mise en place d'une réforme structurelle de sorte à permettre aux pays de payer sainement à l'extérieur. Si les questions de paiements extérieurs posent le problème de coopération internationale, il est impératif de mener des réflexions suivant plusieurs scénarii afin de résorber le problème.

### **Partie 3 :**

**Sortir de la crise d'endettement : quelle réforme  
pour un endettement sain des pays ?**

## Introduction de la Partie 3

L'analyse structurelle de la dette montre que la duplication des paiements extérieurs, tout en étant très désavantageuse pour les débiteurs, n'est pas avantageuse pour les créanciers. En effet, les crises de la dette souveraine présentent des conséquences dévastatrices sur les économies et les marchés financiers. Cette situation appelle à la recherche d'une solution pour résorber de façon pérenne le problème au niveau des débiteurs tout en protégeant les créanciers.

En l'état actuel, la gestion des crises consiste à répartir les coûts de la crise entre débiteurs et créanciers. En effet, suivant les analyses, il pourrait être avantageux pour un pays de faire défaut sur ses engagements du fait de l'important poids de la dette. Par exemple, selon Eichengreen et Portes (1986), les pays qui ont fait défaut sur leurs engagements dans les années 1930 ont expérimenté l'année suivante une meilleure reprise économique comparativement à ceux qui se sont efforcés à travers des politiques contraignantes à honorer leurs engagements. Si cette défaillance permet aux pays débiteurs d'avoir une conjoncture macroéconomique favorable, elle a pour conséquence d'évincer les investissements internationaux. Dans ces conditions, bien que les créanciers supportent le coût lié à la défaillance, le non-paiement de la dette présente des effets pervers pour le pays débiteur. La minimisation des coûts liés au défaut des pays est ainsi mise au centre de la gestion de la dette.

Cette minimisation consiste principalement en des opérations de renégociation de la dette qui permettent d'une part d'effacer une partie de la dette et d'autre part d'honorer les engagements restants. Ainsi, si les créanciers ne perdent qu'une partie de leurs créances, les pays débiteurs quant à eux sont tenus à appliquer des politiques d'austérité qui leur permettraient d'honorer les engagements restants. Comme l'explique Allegret (2015, p. 114), « [d]'une part, la réduction de la dette est un élément déterminant de restauration de la solvabilité d'un État. Plus la décision de réduire la dette tarde, plus les coûts d'ajustement macroéconomiques sont élevés, ce qui aggrave la situation. Le montant de la réduction est lui-même un élément de la discussion. D'autre part, si la restructuration s'accompagne de mesures

*d'ajustement et de réformes structurelles trop contraignantes, alors la restauration de la solvabilité peut devenir un processus long et très coûteux. En effet, les performances macroéconomiques qui suivent le défaut sont moins bonnes ».*

Il apparaît que dans la gestion actuelle de la dette, les acteurs se trouvent dans une impasse où ils sont contraints de subir la crise de plein fouet. En effet, selon Cohen et Portes (2003, p. 7), « *[l]e traitement des crises de la dette souveraine est toujours complexe et se révèle souvent long et très coûteux à la fois pour les débiteurs et pour les créanciers* ». La mise en place d'une réforme permettant aux pays débiteurs d'honorer leurs engagements sans le moindre coût sur leur économie et qui protège les créanciers est le principal défi que doivent relever les mécanismes de gestion de crise.

Cette dernière partie a pour objet de proposer des réformes qui permettent de prévenir les crises d'endettement souverain tout en assainissant l'environnement financier international. Elle fait d'abord une revue critique des principales stratégies de sortie de crises. Elle explique que les stratégies mises en œuvre jusqu'à présent cherchent à influencer le comportement des acteurs afin de les dissuader de faire défaut ou les encourager à payer la dette. Nous montrons que l'incapacité de ces initiatives à résorber la crise de façon définitive vient de la non-prise en compte du caractère pathologique de la dette extérieure. Ensuite, nous proposons une réforme de paiements extérieurs auprès des pays pris individuellement pour sortir de la crise. Cette réforme cherche à empêcher la duplication des paiements extérieurs tout en protégeant les actifs financiers des créanciers. Enfin, nous proposons une réforme destinée aux pays en union économique afin de résorber la crise. Nous présentons deux possibilités de réforme capables d'empêcher la malformation de la dette extérieure au sein de l'union monétaire en général et de la zone euro en particulier. Il s'agit de la monnaie unique et de la monnaie commune. Nous expliquons par la suite que la monnaie commune est l'alternative la moins contraignante et la mieux adaptée pour les pays de la zone euro.

Cette partie est composée de trois chapitres. Dans le premier chapitre sont scrutés les principaux plans de sauvetage mis en œuvre afin de déterminer les raisons de leur incapacité à résorber les crises de façon pérenne. Dans le deuxième chapitre, nous proposons une initiative permettant à un pays pris individuellement de réformer ses paiements extérieurs afin d'éviter la formation pathologique de la dette. Le dernier chapitre présente les possibilités qu'ont les pays en union monétaire pour éviter la duplication des paiements extérieurs.

## **Chapitre 7 : Crises et réduction de la dette souveraine : une analyse critique des plans de sauvetage face à la prolifération des crises**

### **Introduction**

L'histoire nous enseigne que les déséquilibres financiers constituent l'une des caractéristiques communes des différents systèmes monétaires internationaux qui se sont succédés. En effet, du régime étalon or aux accords de Bretton Woods, les problèmes d'endettement extérieur ont toujours précédé la chute des systèmes. Dans le projet européen également, les problèmes d'endettement extérieur ont transcendé les différentes étapes de la construction de l'union. Depuis le non-système actuel, les crises d'endettement sont devenues une composante à part entière de la finance internationale. Dès lors, les créanciers, le pays débiteurs et les institutions issues de l'héritage des accords de Bretton Woods n'ont cessé de conjuguer leurs efforts pour éradiquer la crise.

Les propositions issues de ces efforts s'inspirent des résultats de l'approche conjoncturelle de la dette extérieure. Rappelons que selon cette approche, le surendettement des pays est lié au comportement insouciant des débiteurs et des créanciers. Dans ces conditions, les programmes de réduction de la dette doivent mettre en place des mesures capables de changer ces comportements et assainir le système financier international. Depuis la crise de la dette des années 1980, plusieurs plans de sauvetage vont se succéder afin de résorber la crise. Chaque programme se fonde sur les précédents afin de proposer un contenu amélioré et efficace de réduction de la dette des pays.

Cependant, si ces programmes estompent temporairement les conséquences de la crise, ils laissent les pays en situation de surendettement. En d'autres termes, ces programmes ne font que repousser l'échéance de la crise en espérant que les différents acteurs changent leurs

comportements. L'évaluation de ces programmes par le FMI montre effectivement que les stratégies de réduction de la dette des pays ont été inefficaces à long terme (International Monetary Fund (IMF), 2015b). En conséquence, pour résorber de façon structurelle le problème de la dette souveraine, il est essentiel de déterminer les défaillances des plans de sauvetage mis en œuvre jusqu'ici.

L'objet de ce chapitre est de scruter les principaux programmes de réduction de la dette mis en œuvre par les acteurs financiers afin d'appréhender les défaillances qui les empêchent de résorber le problème de la dette de façon définitive. Nous montrons que les plans de sauvetage reposent sur des fondements théoriques qui ne leurs permettent pas d'influencer les causes structurelles des crises d'endettement. Dans ces conditions, ces programmes vont se focaliser sur la réduction de la dette des résidents tout en laissant s'accumuler celle affectant le pays en tant qu'ensemble. Dans ces conditions, même si les plans arrivent à réduire les engagements extérieurs des unités résidentes, l'accumulation de la dette souveraine qui l'accompagne ne permet pas de résoudre le problème de l'endettement pathologique dont souffrent les pays déficitaires.

Le chapitre est composé de deux sections. Dans la première section, nous faisons une revue critique des fondements des plans de sauvetage. Elle fait apparaître que les théories de réduction de la dette se focalisent sur les problèmes de comportement en ignorant l'aspect structurel des engagements extérieurs. La seconde section traite des défaillances des principaux programmes de sauvetage. Nous expliquons que la non prise en compte de la duplication des paiements extérieurs dans les programmes de sauvetages fait que les efforts fournis par les différents acteurs sont neutralisés par la reproduction de la dette.

## **7.1. Fondements théoriques des plans de sauvetage**

La recherche d'un meilleur programme de réduction de la dette des pays nécessite un fondement théorique solide. Ces théories seront construites à partir des résultats de l'analyse conjoncturelle des causes du surendettement des pays. Ces théories vont donc transposer les théories de la dette privée au niveau des pays. Les concepts de liquidité et de solvabilité sont ainsi mis en avant pour expliquer le défaut des pays. Dans ces conditions, la résolution de la

crise passerait par un meilleur encadrement des comportements qui conduisent les pays à l'insolvabilité et à l'illiquidité.

Cette section est composée de deux sous sections. La première sous-section traite du concept de solvabilité à l'échelle d'un pays. Dans la seconde sous-section, nous discutons du concept de liquidité d'un pays.

### **7.1.1. Théorie de la solvabilité souveraine**

À l'échelle d'une entreprise l'insolvabilité se traduit par la liquidation de l'entreprise. Étant donné qu'un pays ne peut faire faillite, les analyses expliquent le concept de solvabilité par le choix de ces derniers à ne pas honorer leurs engagements. L'insolvabilité serait donc une conséquence du comportement et les plans de sauvetage doivent de ce fait contraindre le comportement des pays à servir leur dette.

Trois points composent cette sous-section. Dans le premier point, nous discutons le concept de solvabilité à l'échelle d'un pays. Dans le second point, nous exposons les analyses qui traitent la solvabilité comme source de la crise. En dernier point, nous portons un regard critique sur le problème de solvabilité à l'échelle d'un pays.

#### **7.1.1.1. La solvabilité des pays : d'un concept objectif à un concept normatif**

Au sens large, la solvabilité définit la capacité d'un agent économique à honorer ses engagements vis-à-vis des créanciers. En d'autres termes, il traduit une situation où la mobilisation des actifs du bilan permet de faire face au passif de l'entité endettée. Par opposition, l'insolvabilité d'un débiteur traduit l'insuffisance de ressources pour payer sa dette. Elle découle de l'incapacité des actifs à couvrir le passif du bilan d'un débiteur. Autrement dit, l'insolvabilité se traduit par l'impossibilité des recettes escomptées à amortir les engagements partiels ou totaux. À l'échelle nationale, l'insolvabilité se caractérise par la faillite de l'unité de production concernée.

Si cette définition s'adapte parfaitement aux engagements des résidents, elle est problématique à l'échelle d'un pays. En effet, la transposition de cette conception au niveau d'un pays, nécessite de définir les ressources de ce dernier. Une telle transposition est

discutable à l'échelle macroéconomique. Selon la définition du FMI, « *les pays sont solvables si la valeur actualisée des paiements d'intérêts nets ne dépasse pas la valeur actualisée d'autres entrées au titre des transactions courantes (principalement des recettes d'exportation) nettes des importations* » (Task Force on Finance Statistics, 2014a, p. 187). L'insolvabilité des pays se traduit alors par un déficit extérieur prolongé. C'est une situation où la position extérieure d'un pays se détériore sur la période considérée. Cette conception permet ainsi de définir un indicateur objectivement mesurable de solvabilité, qui à son tour, permettrait d'adapter leur offre de crédit en fonction du niveau de solvabilité qu'il reflète.

Suivant cette conception, les ressources d'un pays se résumeraient aux seules recettes d'exportations. Toutefois, suivant l'identité macroéconomique, les exportations constituent une partie des produits domestiques d'un pays. En conséquence, les exportations ne sont qu'une partie des ressources des pays. Comme l'explique Davidson (1988, p. 327, notre traduction), « *[l]es "moyens" d'une nation ne sont pas ses recettes d'exportation réelles ; il s'agit plutôt du revenu que la nation aurait gagné si elle avait fonctionné avec le plein emploi de toutes ses ressources* ».

Dans les faits également, ce critère quantitatif de solvabilité ne permet pas d'apercevoir le seuil critique de solvabilité des pays. Selon les observations du FMI, les pays deviennent défaillants avant d'atteindre le seuil critique de solvabilité théorique. Cette situation s'explique par le fait que le coût de la dette des pays augmente plus rapidement par rapport au seuil de solvabilité défini théoriquement. En comparant la dette extérieure à l'endettement des résidents, les auteurs n'appréhendent pas le caractère pathologique de la dette des pays en tant qu'ensemble de leurs résidents. Cette dette venant s'ajouter à l'endettement des résidents, même si le ratio d'endettement de ces derniers est tenable, celle-ci rend insoutenable l'endettement du pays. En d'autres termes, la non prise en compte de la duplication des paiements extérieurs ne permet pas d'apercevoir théoriquement le seuil critique de solvabilité des pays débiteurs.

L'incapacité de cette conception à rendre compte théoriquement de la solvabilité des pays dans les modèles d'analyse amène les auteurs à une redéfinition du concept. Selon Calvo (1996, p. 208), la solvabilité d'un pays est effectivement « *très comparable à l'honnêteté : elle ne peut jamais être totalement vérifiée et les preuves sont longues à se matérialiser* »<sup>116</sup>. Dans

---

<sup>116</sup> Traduite par le Task Force on Finance Statistics (2014, p. 187).



ces conditions, la capacité de paiement de la dette d'un pays serait définie par sa volonté de servir la dette plutôt qu'à la disponibilité de ressources domestiques. Selon Reinhart et Rogoff (2011), dans la plupart des cas de défaut, les pays avaient les ressources suffisantes pour honorer leurs engagements. Le défaut résulterait d'un simple choix politique des pays et ne peut relever que de leur volonté de faire défaut sur leurs engagements. De ce fait, la volonté d'honorer la dette sera le principal déterminant de l'insolvabilité des pays endettés.

La prise en compte de ce critère très normatif permet conséquemment aux auteurs de définir la solvabilité comme « *une coopération intense entre les créanciers et les pays débiteurs conduisant à une diminution des ratios dette/exportation aussi longtemps que nécessaire pour rétablir la solvabilité* » (Simonsen, 1984, p. 120, nous traduisons). Autrement dit, l'insolvabilité ne serait plus une question de disponibilité des ressources pour couvrir les engagements extérieurs mais, traduirait la volonté des pays endettés à ne pas coopérer avec leurs créditeurs. Les plans proposés par les analyses sur la solvabilité des pays sont inspirés de ce critère.

En somme, il apparaît que si au départ la solvabilité défini un indicateur objectif, en l'associant à la volonté des pays à servir leurs dettes, le concept perd de son objectivité. Selon Eaton et Taylor (1986) effectivement, il existe un contraste entre la volonté d'honorer la dette et la capacité de l'honorer. Ce contraste peut rendre les analyses de solvabilité vulnérables. Si pour Reinhart et Rogoff (2011) la volonté est le facteur déterminant du fait que les pays possèdent les ressources nécessaires pour honorer leurs engagements, le FMI, de son côté par contre, indique que les pays font défaut avant d'atteindre leurs seuils de solvabilité du fait de la charge insupportable des engagements (Task Force on Finance Statistics, 2014a). Ce contraste fait poser des questions sur les causes du défaut précipité des pays.

En menant une analyse conjoncturelle, il est impossible d'appréhender le moment où l'endettement des pays devient insupportable dans la mesure où ces approches n'expliquent que la dette des résidents. L'analyse structurelle révélant la duplication des paiements extérieurs permet d'expliquer le défaut précipité des pays. En conséquence, indépendamment de la volonté des pays à honorer leurs engagements, leur insolvabilité ne sera que le résultat de la malformation de leur dette. La volonté des pays à honorer leurs engagements ne devrait donc pas être au centre des plan de sauvetage, c'est la duplication des paiements extérieurs qui devrait l'être.

### **7.1.1.2. La solvabilité et les crises de dette extérieure**

Malgré cette approche contrastée du concept de solvabilité, la volonté des pays à honorer leur engagement est le critère qui sera retenu dans la mise en place des fondements théoriques des plans de sauvetage. En d'autres termes, les analyses vont considérer l'insolvabilité des pays comme délibérée et le non-service de la dette traduirait l'absence d'un cadre qui contraint les débiteurs à honorer leurs engagements. Dans ces conditions, le meilleur programme permettant d'éviter le défaut des pays consisterait donc à créer un environnement contraignant les pays à honorer leurs engagements.

L'analyse de Eaton et Gersovitz (1981) fait partir des travaux précurseurs de la thèse de l'insolvabilité comme la cause de la crise de dette souveraine. En effet, suivant Eaton et Gersovitz, le défaut des pays endettés est lié à la volonté de ces derniers à ne pas honorer leurs engagements. Du fait du caractère souverain des pays, lorsqu'ils décident de ne pas payer leurs dettes, les créanciers ne disposent d'aucun moyen pour recouvrer les crédits octroyés. Cette situation s'expliquerait par le manque de contraintes qui pourraient amener les débiteurs souverains à respecter leurs engagements. Dans ces conditions, la mise en place d'un environnement financier avec des contraintes dissuaderait les pays à faire défaut. Pour mener leur analyse, Eaton et Gersovitz (1981) s'inspirent des analyses de solvabilité des entreprises et des ménages. Leur cadre d'analyse est donc celui de la théorie des jeux microéconomiques dans lequel sont intégrées des pénalités de retard de paiement.

Ces analyses soutiennent que le manque explicite de pénalités de non-paiement, qui caractériserait les emprunts extérieurs des pays, constitue la principale cause du défaut souverain. Pour Eaton et Gersovitz (1981), les pénalités de retard de paiement constitueraient une contrainte de lissage de la consommation des débiteurs dans le temps. En conséquence, cela leur permettrait de dégager des ressources nécessaires pour le paiement de la dette.

Dans l'analyse d'Eaton et Gersovitz, deux périodes se distinguent essentiellement : une mauvaise et une bonne. La mauvaise période se caractérise par une faible croissance au cours de laquelle les pays s'endettent pour financer la production nationale. La bonne période se caractérise par une forte croissance au cours de laquelle les pays endettés engagent le paiement du principal et/ou des intérêts. De ce fait, rien ne pourrait justifier un quelconque défaut si ce n'est la volonté manifeste des pays de faire défaut. L'instauration de pénalités de retard est donc indispensable pour contraindre les pays à ne pas faire défaut.

Deux types de pénalités pouvant contraindre les pays à renoncer à un éventuel défaut sont distinguées. Il s'agit d'une pénalité intertemporelle et d'une pénalité intra-temporelle. La pénalité intertemporelle consiste à la limitation des ressources futures à travers des mesures de répression financière vis-à-vis des pays en difficulté de servir leurs dettes. Une telle pénalité est centrée sur l'Etat et peut aller de la restriction en fonction de la réputation du gouvernement à travers les notes attribuées par les agences de notation à l'exclusion partielle ou totale du gouvernement sur le marché financier (Borensztein et Panizza, 2009). Ces pénalités contraindraient les pays à lisser leurs consommations dans le temps dans le but de servir leurs dettes. Néanmoins, Suivant Eaton et Gersovitz (1981), de telles pénalités doivent tenir compte d'un seuil à partir duquel les pays endettés restent insensibles au lissage de leurs consommations.

La pénalité intra-temporelle consiste à limiter les crédits ou les prêts de devise à l'importation (Bulow et Rogoff, 1989). L'exclusion temporaire ou définitive est la principale mesure d'application d'une telle pénalité (Borensztein et Panizza, 2009). Cette pénalité aurait pour but de contraindre les pays endettés à observer les ajustements nécessaires pour contrebalancer leurs importations vis-à-vis des exportations. Autrement dit, elle contraint les pays à financer leurs dépenses d'importations à travers les ressources dégagées par leurs exportations (Claessens et Kose, 2013). Toutefois, en l'absence de telles pénalités, rien n'empêche les pays endettés à reconduire leur comportement de la mauvaise période à la bonne période. Ces pénalités seraient donc capitales dans l'environnement de la dette du fait de la difficulté de percevoir les incitations des pays endettés à honorer la dette (Eaton et Fernandez, 1995b).

À partir du modèle sur deux périodes, Eaton, Gersovitz et Stiglitz (1986) vont généraliser le résultat de leur étude sur plusieurs périodes en passant à un cadre analytique à horizon temporel infini. En effet, l'analyse à double période ne serait pas adaptée car, expliquent-ils, les pays se situent dans un horizon temporel infini. Aussi, selon les auteurs, s'il n'y a que deux périodes, il peut être avantageux pour les pays en difficulté de paiement de leurs dettes de faire défaut à la période opportune au service de la dette. Dans le modèle à horizon temporel infini, Eaton, Gersovitz, & Stiglitz (1986) intègrent également des pénalités contre les risques de répudiation de la dette.

Leur étude conclut à la nécessité de limiter l'endettement international car il existerait de l'asymétrie d'information entre les différentes parties. En conséquence, la mise en place de

sanctions financières futures permettrait d'échapper au aléa moral (Stiglitz et Weiss, 1981b). Kletzer (1984) explique de son côté que les pénalités permettraient d'exclure les mauvais agents du marché. Cette exclusion rétablirait les conditions idéales d'une concurrence parfaite par l'élimination des asymétries et partant un équilibre coopératif entre les créditeurs et les débiteurs. Ainsi, les bons agents (les pays qui honorent leur dette) pourraient se procurer le maximum de capitaux permettant de financer leur développement et les créanciers de leur côté verraient le niveau de rentabilité de leurs capitaux s'accroître.

En plus du manque de pénalités qui amènerait les pays à faire défaut, l'absence de prêteur en dernier ressort conduirait les pays à garantir la dette privée. Cette garantie dégraderait plus rapidement la solvabilité des pays (Eaton, 1993 ; Mohr, 1991b). Selon Eaton (1993, p. 170, notre traduction) effectivement, *« [u]ne grande partie de la dette a été empruntée ou finalement prise en charge par les gouvernements, ce qui a alourdi leur charge fiscale et créé une incitation à la fuite des capitaux. Un des défis majeurs est de concevoir un cadre institutionnel international qui puisse faciliter les prêts privés aux emprunteurs privés avec moins de risques d'un éventuel financement par les gouvernements. En outre, les dettes importantes peuvent fausser les incitations, même pour les débiteurs privés »*. En d'autres termes, réduire la part d'endettement garantie par le gouvernement permettrait d'améliorer la solvabilité des pays et éviter le défaut.

L'analyse de Eaton et Taylor (1986) montre également que la dette garantie constituerait un facteur de détérioration de la solvabilité des pays. Suivant leur étude, les investissements étrangers directs (IDE) croitraient moins vite que le niveau de l'endettement souverain. De ce fait, il serait quasiment inconcevable que les IDE puissent compenser le niveau de la dette extérieure du pays. La dette garantie serait donc un facteur d'insolvabilité pour les pays.

Malgré l'influence de cette analyse sur la conception des programmes de réduction de la dette, Cette analyse fera l'objet de plusieurs critiques. Parmi ces critiques se trouvent celle de Sen et Chattopadhyay (1995). Suivant ces auteurs, il n'y a pas de nécessité de recourir à des pénalités dans le but de contraindre les pays débiteurs à ne pas faire défaut. En effet, ils expliquent que si la décision de défaut des emprunteurs privés est fonction de la valeur du collatéral, le défaut souverain est fonction des gains du pays. En comparant les modèles de prêts domestiques aux modèles d'emprunts souverains, Sen et Chattopadhyay (1995, p. 94, notre traduction) indiquent que le défaut souverain *« dépend de la révision [des] prévisions de*

*revenus pour toutes les périodes futures* ». De ce fait, la règle qui gouverne les défauts souverains n'est pas fonction de pénalités mais des dispositions qu'ont les créiteurs à influencer les prévisions futures des débiteurs. Selon Edwards (1985) les prévisions futures des pays changent positivement lorsque les créanciers font baisser les taux d'escompte social<sup>117</sup>. Ainsi, lorsque le coût social de la dette s'affaiblit, il n'y aurait plus de raison que les débiteurs souverains fassent défaut. Sen et Chattopadhyay déduisent que les modèles d'emprunts domestiques sont incapables d'expliquer la crise d'endettement des pays dans la mesure où ces analyses indiquent la nécessité d'une augmentation des coûts en période de défaut tandis qu'au cours de cette même période, la baisse de coûts de la dette serait la plus adaptée.

Pour Kletzer (2005), la mise en place de pénalités est de nature à perturber le fonctionnement de l'économie. En effet, selon sa critique, les pénalités ont tendance à ralentir la mobilité des capitaux. Ce ralentissement prive les pays de capitaux pour financer leur production. En conséquence, le ralentissement économique des pays débiteurs réduit les échanges économiques internationaux, ce qui affecte la croissance mondiale.

En outre, les outils microéconomiques appliqués aux problèmes macroéconomiques ne semblent pas adaptés pour percevoir des phénomènes d'ordre macroéconomique en général et des défauts souverains en particulier. En effet, l'analyse des problèmes macroéconomiques doit faire appel à des outils d'analyse macroéconomique en tant que science à part entière (Cencini, 2005) et non pas sur la « *présomption que toute la macroéconomie doit être micro-fondée, avec la macroéconomie comme une simple extension agrégée d'une certaine version simplifiée de la microéconomie* » (Lavoie, 2015c, p. 3, nous traduisons). La difficulté d'apporter des réponses conséquentes aux crises économiques contemporaines réside donc dans la tentative d'explication des crises à travers ces modèles d'agrégation microéconomiques (Lavoie, 2012, 2015d ; Patomäki, 2013).

En mobilisant les outils microéconomiques, les analyses de solvabilité des pays se sont focalisées sur l'endettement des résidents et particulièrement celui du souverain (engagement de l'État) tout en ignorant la dette souveraine qui n'incombe pas à une unité locale de production spécifique. Cette approche est donc limitée dans sa recherche du meilleur plan de réduction de la dette. Comme reconnu par Kletzer (2006), les modèles d'analyse de solvabilité permettraient de protéger les créanciers du risques, sans toutefois apporter une réponse

---

<sup>117</sup> Les taux d'escompte social représentent les taux d'ajustement intertemporel permettant d'alléger les effets de l'ajustement en vue du paiement de la dette sur les économies en développement.

définitive aux crises d'endettement souverain. Pour Krugman (1989), ces analyses ne font qu'une approche partielle du problème. En d'autres termes, les modèles de solvabilité sont centrés sur la position des créanciers alors qu'une analyse du côté des débiteurs peut aboutir à des interprétations différentes.

En se focalisant sur l'endettement des résidents, les analyses de solvabilité ignorent le caractère spécifique de la dette souveraine qui est source de dysfonctionnement. En effet, les pénalités proposées par les modèles visent à réduire l'endettement de l'État (résidents) dans son activité de production. Or, comme expliqué dans les chapitres précédents, la dette souveraine est un endettement qui ne peut être imputé ni à l'État ni au secteur privé. Aussi, nous avons montré que la dette souveraine est le résultat d'une pathologie structurelle qui est à l'origine de l'augmentation rapide de la dette extérieure. Dans ces conditions, les programmes de réduction de la dette pourraient freiner l'augmentation des engagements des résidents et de l'État en particulier, mais laissent la dette souveraine intacte. En conséquence, la réduction de l'endettement entre résidents n'améliore pas la solvabilité du fait que tout déficit continuera à coûter doublement au pays. Autrement dit, même si l'endettement entre résidents se réduit à travers le rationnement de crédit proposé dans les analyses, le double service des intérêts et la duplication du paiement des déficits extérieurs ne permettront pas aux pays de faire face à leurs engagements.

### **7.1.2. Du défaut de liquidité à la crise de la dette**

Les limites de la théorie des solvabilités dans le processus de réduction de la dette des pays ont conduit d'autres auteurs à se focaliser sur l'analyse de la liquidité des débiteurs. Ces analyses privilégient les outils économétriques afin de déterminer si les pays débiteurs sont à cours de liquidité ou s'ils sont insolubles. Par définition, un débiteur est illiquide lorsque celui-ci « *ne peut pas honorer ses obligations contractuelles immédiates envers ses créanciers, même si sa valeur actuelle nette est positive* » (Kumar, Masson et Miller, 2000, p. 3, notre traduction). Par transposition, un pays est liquide lorsque « *les déficits projetés sont d'une ampleur qui est conforme à un niveau raisonnable du financement, et surtout si les déficits projetés par rapport aux exportations (et autres indicateurs de difficulté du service de la dette) montrent une tendance à l'amélioration* » (Cline, 1983, p. 45, notre traduction)

Bien que l'approche diffère de celle de la solvabilité, elle fait la même analogie avec l'endettement domestique dont les engagements sont libellés en monnaie homogène. L'approche ne tient donc pas compte de l'hétérogénéité monétaire entre les pays. Si pour certains auteurs les défauts souverains sont exclusivement le fait du défaut de liquidité, pour certains les défauts souverains sont la combinaison du défaut de liquidité et de l'insolvabilité des pays endettés.

#### **7.1.2.1. Liquidité et défaut souverain**

Les analyses sur la liquidité des pays sont fondées sur des modèles de projection. Il s'agit pour ces approches de faire des projections sur la position extérieure des pays à partir des déterminants de leurs déficits extérieurs. Cette projection permettrait d'identifier l'origine des problèmes d'endettement des pays et proposer un plan efficace de réduction de la dette. Ces analyses soutiennent que la crise d'endettement des pays est la conséquence d'une crise de liquidité.

L'une des raisons qui justifierait la crise de liquidité selon cette approche est la réduction du déficit extérieur dans le temps. En effet, les projections effectuées par ces analyses auraient montré une amélioration de la position extérieure des pays. Suivant les projections de Cline (1983, 1995), les pays endettés réduisent leurs déficits extérieurs dans le temps. Le déficit disparaît pour certains pays. Cette observation montrerait que la défaillance des pays sur leur dette ne traduit pas leur insolvabilité. En d'autres termes, l'amélioration de la position extérieure des pays débiteurs montre que ces derniers auraient la capacité de dégager suffisamment de ressources nécessaires pour payer leurs dettes. L'insolvabilité ne serait donc pas la cause primaire de la crise de dette extérieure mais d'un problème de liquidité.

Selon Cline (1983, p. 45, notre traduction), un pays est dit insolvable lorsque « *les déficits extérieurs prévus sont si importants qu'il n'y a pas de moyen plausible de les financer compte tenu des marchés internationaux du crédit, qui ont été fortement perturbés* ». Dans un contexte de réduction de déficits extérieurs projetés, les pays ne pourraient souffrir d'insolvabilité. En conséquence, la contraction de crédit aux pays endettés viendrait réduire la capacité de ces derniers à honorer leurs engagements extérieurs. La limitation de crédit par les programmes de réduction de la dette en période d'illiquidité serait donc inefficace.

Ces analyses conclut que la cible de solvabilité des programmes de sauvetage dans les années 1980 serait anachronique du fait que le problème ne se posait pas au niveau de la capacité des pays à dégager les ressources nécessaires au service de la dette (Cline, 1983b). La crise de la dette dans les années 1980 serait donc le manque de liquidités suffisantes en dépit des ressources dont les pays disposaient. Comme expliqué par Brunner et al. (1983, p. 166, notre traduction) « *l'insolvabilité (...) est due à la mauvaise gestion de la crise de liquidité (...). En revanche, une crise de liquidité résulterait probablement aujourd'hui des défaillances des emprunteurs* ».

Suivant les analyses, la crise de liquidité serait également causée par le déséquilibre du système financier international qui amène les pays à être défaillants sur leurs engagements. Selon Krugman (1989), l'environnement financier international est caractérisé par un déphasage entre les flux réels de capitaux et le niveau de la dette extérieure. Ce décalage induit des problèmes de liquidité aux pays lorsqu'il s'agit de rembourser la dette. En effet, pour Krugman (1989, p. 285, notre traduction), lorsque les pays débiteurs ont des ressources égales aux intérêts nets des entrées officielles de capitaux, « *étant donné que les entrées officielles de capitaux elles-mêmes [sont] assez faibles, les débiteurs [sont] contraints de dégager des excédents commerciaux massifs* ». Dans ces conditions, le paiement de la dette nécessiterait que le pays se procure des liquidités supplémentaires. En absence de ces liquidités, les débiteurs sont contraints au non-paiement immédiat de leurs dettes.

Pour Cline (1986, 1995), le contexte d'un tel déséquilibre impose la nécessité de recourir à une nouvelle création monétaire à travers de nouveaux emprunts pour servir la dette. En absence de nouveaux emprunts (nouvelle monnaie), la charge de la dette pesant sur les pays les exclut du marché en les privant de la liquidité nécessaire dont ils ont besoin pour honorer leurs engagements. Ce prêt présenterait un caractère incontournable pour permettre aux pays de payer leurs dettes d'où le qualificatif de « prêt involontaire » ou « prêt forcé » (Cline, 1995). Selon Krugman (1989), la survie des actifs des prêteurs est fonction de ces prêts d'où la qualification de « prêts défensifs ». Ainsi, les prêts défensifs protégeraient donc les pays débiteurs des effets du déséquilibre financier international et assureraient le recouvrement des créances effectuées par les prêteurs.

Aussi, le paiement des intérêts justifierait le besoin de liquidité pour les pays. En effet, suivant les analyses de liquidité, la mobilité des capitaux ne tient pas compte des intérêts à payer. Cette situation mettrait le pays à court de liquidités lorsque celui-ci entreprend de servir



les intérêts qui n'ont pas bénéficié d'entrées de capitaux correspondants. La liquidité permettrait donc aux pays de servir les intérêts.

En résumé, comme expliqué par Krugman (1989, p. 296, notre traduction), « *on ne peut pas compter sur les investissements étrangers directs pour fournir le financement que les banques n'ont pas réussi à fournir, et des dispositifs comme les échanges dette/actifs sont beaucoup plus problématiques que ce que leurs promoteurs semblent avoir apprécié. L'opportunité d'un allègement de la dette est toujours controversée et, en tout état de cause, elle pose des difficultés opérationnelles qu'aucun des acteurs de la situation de la dette ne semble prêt à ce stade à prendre l'initiative de résoudre. Ainsi, la question centrale concernant le financement des débiteurs 'problématiques' est de savoir si les prêts involontaires des banques peuvent être relancés. Cela dépend de manière cruciale de l'interprétation des problèmes de mobilisation des prêts jusqu'à présent. Si le blocage des prêts au cours de la période 1984-1986 reflétait réellement une incapacité des banques à agir dans leur propre intérêt, les perspectives sont peu encourageantes. S'il représentait un comportement collectivement rationnel de la part des banques, alors les limites imposées aux prêts bancaires nous disent seulement que les banques ont choisi de ne pas le faire, et non qu'elles ne le veuillent pas* ». L'efficacité d'un plan de réduction de la dette serait donc dans sa capacité de fournir de la liquidité aux pays débiteurs.

En outre, la contrainte de transfert de ressources du pays endetté vers les pays créditeurs implique de disposer des ressources en monnaie du créateur. En effet, selon les analyses de Krugman (1985) et Cline (1995), la disponibilité des ressources est une condition nécessaire mais pas suffisante pour servir la dette extérieure. Krugman (1985) explique que l'exclusion des pays endettés du marché de crédit ne tient pas compte des ressources dont ces derniers disposent et qui pourraient servir au paiement de la dette. Pour Cline (1995), dans les faits, les pays endettés posséderaient des ressources suffisantes pour payer leur dette mais leur exclusion du marché ne leur a pas permis d'honorer leurs engagements. Les ressources disponibles étant transférées en devise, il est nécessaire alors que les pays endettés disposent de ces devises.

L'analyse de Simonsen (1984) soutient également le besoin de liquidités pour transférer les ressources disponibles dans les pays et destinées au service de la dette. Ce besoin de liquidités se présenterait sous forme de paradoxe dans le processus de paiement de la dette par les pays en développement. Conformément à l'approche de Simonsen, le service de la dette implique un transfert de ressources des pays pauvres vers les pays développés. Ce transfert

demande au même moment, que les pays endettés puissent vendre ces ressources et dégager les devises nécessaires afin d'effectuer le paiement. Les pays endettés ne produisant pas en unité de devises, suivant Simonsen (1984), il est alors impossible à ces derniers de se procurer des devises autrement qu'à travers un nouvel emprunt auprès du marché. Ainsi, les nouveaux emprunts permettraient aux pays débiteurs d'éviter le défaut dans l'immédiat.

Suivant les auteurs, si la provision de liquidités génère de nouveaux emprunts, ces engagements n'affecteraient pas la position extérieure du pays. Comme soutenu par Krugman, ces prêts étant accompagnés de transfert de ressources, ils ne détérioreraient pas la position extérieure du pays. De son côté, Cline (1995) indique qu'en l'absence de nouveaux prêts, il pourrait être avantageux pour un pays endetté d'être défaillant malgré sa solvabilité du fait du coût de procuration des liquidités qui augmente très rapidement. Suivant son analyse, le coût de demande de liquidités pourrait dépasser le coût des pénalités en cas de défaut. Le non-paiement de la dette deviendrait dans ce cas une option qui minimiserait le coût des engagements extérieurs du pays. Pour Cline le non-paiement de la dette du Chili dans les années 1980 s'expliquerait par cette minimisation du coût lié au service de la dette extérieure.

Dans la même perspective, Feldstein (1986) explique que lorsque les nouveaux prêts ne dépassent pas le seuil des intérêts, la solvabilité du pays débiteur n'est pas affectée. Selon son approche, les intérêts étant un surplus de ressources à transférer aux créanciers, cela suppose un surplus de liquidités. Malgré la disponibilité des ressources, le surplus de liquidités ne peut être satisfait que par un excédent commercial de même niveau que les intérêts ou par un nouvel emprunt donc par un nouveau prêt de la part des créanciers.

En somme, la provision de liquidités aux pays est essentielle pour aboutir à un meilleur programme de réduction de la dette. Le défaut de liquidité serait à l'origine de l'insolvabilité des pays. Comme l'explique Cline (1995), la crise de liquidité et le phénomène d'insolvabilité seraient loin d'être la conséquence de l'insolvabilité tel qu'indiqué par Eaton et Gersovitz (1981) et Bulow et Rogoff (1988). Si l'insolvabilité se réfère à l'incapacité des pays à disposer des ressources domestiques pour servir la dette, le transfert de ces ressources reste une problématique qui diffère de la capacité des pays endettés à servir leurs dettes.

### **7.1.2.2. Liquidité, insolvabilité et défaut souverain**

Certaines approches de la crise d'endettement souverain expliquent que les problèmes de liquidité et de solvabilité des pays vont de pairs. Suivant ces analyses, lorsque le problème de liquidité conduit à la défaillance d'un pays, c'est parce que celui ne peut emprunter sur le marché financier pour financer le paiement de sa dette du fait d'un niveau d'endettement très élevés (Brunner et al., 1983). Le niveau d'endettement élevé des pays les empêche donc de se procurer des liquidités sur le marché pour honorer leurs engagements, d'où leur insolvabilité. En d'autres termes, le défaut souverain traduirait en première instance une crise de liquidité non résolue qui se transforme en crise de la dette. Dans ces conditions, l'efficacité des stratégies de réduction de la dette serait donc fonction de leurs capacités à prendre en compte ces phénomènes. La détermination de la capacité de paiement de la dette sans besoin de nouvelles liquidités et la détermination du besoin de liquidité supplémentaires devraient donc constituer le préalable à la mise en place d'un plan de sauvetage. Les points de départ de ces analyses sont en conséquence la croissance économique du pays débiteur et le marché financier.

La croissance économique du pays permet aux auteurs de déterminer le besoin de liquidités supplémentaires en fonction de la capacité du pays à servir sa dette. Cette approche considère deux périodes. La première période se caractérise par une faible croissance économique, un volume d'endettement élevé et un faible niveau du service de la dette. La seconde période est caractérisée par un niveau élevé de paiement de la dette, et un niveau de croissance plus forte et un niveau d'endettement faible (Carvounis, 1986). Selon l'analyse de Ortiz (2012), l'accumulation de la dette extérieure est due à la faible croissance économique. Par conséquent, en période de faible croissance, l'augmentation des prêts vis-à-vis des pays en développement stimulerait leur niveau de croissance et partant conduirait à une faible accumulation de la dette. Autrement dit, en période de faible croissance, il serait nécessaire de satisfaire les besoins de liquidités des pays afin de leur permettre de servir la dette.

Cohen et Sachs (1991) mettent en relation le risque lié à la répudiation de la dette et la croissance économique afin de déterminer l'équilibre (au niveau des créiteurs) qui peut exister entre la croissance économique, le volume de crédit et la capacité de paiement de la dette. Suivant leur analyse, si la croissance est une condition nécessaire au paiement de la dette, elle n'est pas suffisante pour impliquer le paiement de la totalité des intérêts. L'insolvabilité selon Cohen et Sachs résulterait de la contrainte que les créiteurs imposent aux pays débiteurs à servir la totalité des intérêts alors que ceux-ci ne peuvent disposer suffisamment de liquidités

pour honorer l'ensemble de ces intérêts. En effet, le volume maximal des intérêts que les pays peuvent servir serait la différence entre le taux d'intérêt de la dette et le taux de croissance économique optimal multipliée par le volume de la dette. Lorsque les créiteurs demandent aux pays de servir les intérêts au-delà de ce montant, ces derniers seraient inévitablement insolubles car, malgré la croissance économique, il serait pratiquement impossible pour le pays de dégager les liquidités nécessaires pour honorer leurs engagements. Ainsi, « *[c]e refinancement permanent d'une partie des intérêts [serait] le seul moyen d'atteindre le schéma optimal de croissance compatible avec l'absence de défaillance du pays emprunteur* » (Cohen et Sachs, 1991, p. 456, traduite et adaptée).

La succession des problèmes de liquidité et de solvabilité des pays est mise en évidence sur le marché financier dans les analyses sur l'endettement souverain. En effet, selon Krugman (2007), si le problème des pays était uniquement le manque de liquidités, ceux-ci devraient facilement avoir accès au marché pour se refinancer. Suivant l'explication de (Krugman, 1985c, p. 79, notre traduction), « *[s]i les pays débiteurs ne sont vraiment qu'illiquides, pourquoi ne sont-ils pas en mesure d'emprunter librement pour couvrir leur déficit temporaire ? Les banquiers peuvent être irrationnels en refusant de prêter, mais une telle hypothèse ne semble pas se rapporter à une crise qui a duré aussi longtemps. Le fait est qu'il est difficile d'expliquer une crise de liquidité à moins qu'il n'y ait une réelle possibilité que le débiteur soit vraiment insoluble. Mais si les débiteurs sont réellement insolubles, pourquoi leurs créanciers ont-ils été disposés à continuer d'augmenter leur exposition ? Les banques peuvent être irrationnelles ou attendre que les gouvernements les renflouent, mais là encore, l'explication est insatisfaisante. Il est beaucoup plus plausible de supposer que les créanciers sont prêts à jouer le jeu du temps parce qu'il existe une réelle possibilité que le service normal de la dette puisse finalement être repris* ». Dans ces conditions, lorsque le problème de liquidités ne peut être résolu sur le marché du fait de rationnement de crédit, cela indiquerait que les pays débiteurs seraient également insolubles. Pour (Krugman, 1985c, 2007), lorsque les plans de sauvetage ignorent également le problème de solvabilité, ils ne peuvent résorber efficacement la crise d'endettement des pays. En conséquence, en plus de procurer aux pays débiteurs des liquidités nécessaires, il serait essentiel pour les programmes de réduction de la dette d'améliorer leur solvabilité en annulant partiellement ou totalement certains engagements (Froot, 1989). L'annulation d'une partie de la dette constituerait, pour Krugman (2007), une incitation pour les pays en crise de servir leurs passifs restants.

Le volume optimal des engagements à annuler suivant les auteurs est déterminé sur les marchés secondaires de la dette. Ce volume est fonction de la valeur des engagements du débiteur sur le marché secondaire. Selon Krugman, Enders et Rhodes (1994), lorsque le pays est sur une pente descendante, c'est-à-dire que la valeur de sa dette sur le marché secondaire est inférieure à la valeur faciale de ses engagements, les créanciers auraient intérêt à annuler une partie du stock d'endettement existant. Pour ce faire, les créanciers devraient échanger de nouveaux actifs de faible valeur contre les anciens actifs à la valeur faciale de la dette. Cette stratégie permettrait d'inciter les pays débiteurs à honorer leurs engagements restant du fait de la baisse du volume de la dette. De leur côté, les créanciers minimiseraient leurs pertes en octroyant une annulation de la dette un peu plus au-dessus du prix du marché secondaire.

Pour Claessens et al. (1991), en dehors de la stratégie d'annulation de la dette, tout autre plan de réduction des engagements serait non optimal. En effet, dans une situation où les pays sont sur une pente descendante, Krugman (2007) et Cline (1995) expliquent que même si les pays avaient la capacité d'honorer leurs dettes, ils ne le feraient pas lorsque les coûts liés au paiement de la dette sont plus importants que les coûts d'un défaut. Selon Krugman (1988), pour un pays se situant sur une pente descendante, les opérations de rééchelonnement ou de rachat de la dette sont moins avantageux pour les créanciers tandis que les conversions en capital ou la titrisation de la dette présentent un coût énorme pour les pays débiteurs. Le défaut de paiement du Chili et du Brésil dans les années 1980 serait essentiellement dû à la minimisation des coûts de la dette malgré les capacités financières suffisantes que présentaient ces pays pour honorer leurs engagements.

Pour que la stratégie soit efficace, selon Krugman (1988a, 1988b, 2007), il est nécessaire qu'elle se situe dans un cadre global de concertation. En effet, bien que le mécanisme minimise les pertes de chaque côté et les risques d'un éventuel défaut, l'annulation de la dette nécessiterait une compensation. Dans ces conditions, un cadre global de concertation permettrait de mettre en place des stratégies de dédommagement.

### **7.1.2.3. Défaut de liquidité ou défaut de moyens de paiement ?**

L'un des points essentiels des analyses de liquidité est qu'elles enseignent que dans l'architecture financière actuelle, la capacité des pays débiteurs à honorer leurs engagements ne se traduit pas directement par le service de la dette. Ces ressources devraient être accompagnées de « liquidités » dont les pays endettés ne disposent pas afin de les transférer.

Ces analyses montrent que les pays endettés sont assujettis à un “emprunt forcé” (Cline, 1986b) dans le processus du service de la dette.

Toutefois, ces observations ne sont qu’une transposition des problèmes de dette intérieure au niveau des problèmes d’endettement souverain. Elles ne prennent donc pas en compte la particularité de la dette souveraine. Suivant l’approche à l’échelle individuelle, un débiteur est liquide lorsqu’il est en capacité de mobiliser ses actifs pour faire face à ses engagements immédiats (Drehmann et Nikolaou, 2013 ; Holmström et Tirole, 1998 ; Ishihara, 2005 ; Nikolaou, 2009 ; Roubini, 2000). Il est illiquide lorsque les ressources et les termes des engagements. Conséquemment, le problème de liquidité apparaîtrait de l’impossibilité du débiteur à mobiliser les actifs de court terme pour faire face aux engagements de court terme. Appliqué au niveau des unités de production résidentes d’une économie, l’horizon temporel des actifs peut ne pas correspondre avec celui des passifs. Dans cette situation, les unités de production domestiques sont contraintes d’emprunter pour honorer leurs engagements de court terme. Lorsque ces dernières n’obtiennent pas les prêts, elles pourraient faire défaut sur leur dette.

Au niveau d’un pays, les emprunts forcés décrits dans les analyses traduisent plus un problème de transfert que de liquidité. En effet, suivant les auteurs, en plus des ressources nationales dont disposent les pays, ceux-ci ont besoin de liquidités afin de les transférer. Autrement dit, l’illiquidité des pays serait liée à la capacité du pays à emprunter sur le marché ou à la volonté des créanciers à lui prêter afin de transmettre les ressources domestiques (Roubini, 2000). Or, suivant les principes de paiement décrits précédemment, les moyens de paiement sont fournis gratuitement par l’institution de paiement pour véhiculer les biens réels. Dans ces conditions, le problème de service de la dette des pays n’est pas en défaut de liquidité mais une question de transfert.

Les analyses n’arrivent pas à se surpasser du fait essentiellement de la focalisation de leurs observations sur la dette des résidents d’une part et d’autre part, parce qu’elles sont fondées sur la conception de la monnaie marchandise. En centrant effectivement l’analyse sur l’État dans sa fonction de production, lorsque ce dernier prélève les ressources au niveau national, il devra transmettre celles-ci aux créanciers étrangers. Cette conception est fondée sur le principe suivant lequel « *il est possible d'augmenter les dépenses intérieures des entreprises et des ménages "indifféremment de leur origines étrangère ou interne"* (Triffin, 1966, p. 216), *et par la pratique bancaire qui consiste à équilibrer l'entrée de devises*

*étrangères par la création d'un montant équivalent de monnaie nationale* » (Cencini, 1995, p. 216, notre traduction). Dans ces conditions l'emprunt pour se procurer des liquidités ne détériorerait pas la position extérieure du pays.

En observant ce besoin de liquidités avec les principes des paiements, il apparaît que ce besoin de liquidités n'est rien d'autre que le résultat d'une duplication. Comme expliqué dans les théorèmes de la dette et de l'intérêt, pour payer les importations nettes et servir les intérêts, les pays sont soumis à un paiement monétaire indépendamment des règlements effectués par les résidents. Ces paiements étant pathologiques, rendre les liquidités disponibles aux pays ne permet pas de résorber le problème structurel qui est à l'origine des crises de dette souveraine. Il en résulte donc que le véritable problème n'est pas financier mais monétaire dans la mesure où « *[d]u point de vue financier, chaque pays est tenu de trouver les ressources nécessaires pour couvrir ses achats, et ce indépendamment de la structure monétaire du système* » (Cencini, 1995, p. 161, traduite).

Par ailleurs, l'approvisionnement en liquidités proposé par les auteurs comme solution au fort endettement des pays ne permet pas de résorber de façon définitive le problème de la crise de dette souveraine. Selon Eggertsson et Krugman (2012), lorsqu'il y a excès d'endettement d'un agent de l'économie (secteur privé par exemple), un autre agent (secteur public par exemple) pourrait s'endetter et empêcher la défaillance du premier agent. Autrement dit, il s'agit de différer la manifestation de la crise en déplaçant le problème d'un agent à fort niveau d'endettement vers un autre à faible niveau d'engagement. La dette souveraine étant un problème global, cette stratégie ne fait que repousser l'échéance de la crise. Comme expliqué par Gumbau-Brisa et Mann (2013), l'accroissement du crédit comme moyen de prévention de la crise est inefficace, car, il entraîne une augmentation du volume de la dette qui affectera la solvabilité des pays comme ce fut le cas avec le plan Baker.

Aussi, l'annulation de dette que proposent les analyses est de nature à comprimer le marché financier du fait de la baisse des prêts qui ne sont plus recouvrables. Selon Obstfeld (2011) en effet, les créanciers ne seraient pas indéfiniment solvables pour continuer à pourvoir de la liquidité et à dédommager les éventuelles pertes de certains créanciers. Cette aversion au risque est amplifiée par le manque d'une véritable institution de paiement qui émet sa propre monnaie. Pour le FMI, les plans d'injection de liquidité lors des crises d'endettement récentes ont permis de repousser la manifestation de la crise mais n'ont pas permis d'influencer considérablement la position d'endettement des pays en crise (International Monetary Fund

(IMF), 2015b). Il en est de même qu'avec les stratégies de réduction de la dette. En effet, lorsqu'une réduction est accordée sur une période donnée, les périodes suivantes voient une augmentation plus que proportionnelle de la dette vis-à-vis du déficit extérieur des pays bénéficiaires. L'approvisionnement en liquidités ou l'annulation de la dette légitimise la duplication des paiements extérieurs. Dans ces conditions, ces mesures ne permettent pas de résorber le problème de la dette souveraine.

## **7.2. Plan de sauvetage et crises de dettes souveraines**

Malgré les limites que présentent ces approches de la crise d'endettement, elles seront le fondement des programmes de réduction de la dette. Depuis le défaut du Mexique en 1982, plusieurs programmes vont se succéder afin de contrer la crise de plus en plus expansive. Comme expliqué précédemment, selon les analyses conventionnelles, le comportement des pays serait la source de leur surendettement. Dans ces conditions, les plans de sauvetage s'inspirant de ces approches devront définir au préalable les conditions permettant de cadrer ces comportements. Les programmes de réduction de la dette imposent ainsi des conditions aux pays débiteurs.

Dans cette section, nous analysons le principe et les résultats des principaux programmes de réduction de la dette mis en œuvre par les institutions de Bretton Woods et par les États. Elle se compose de deux sous-sections. La première sous-section traite des conditionnalités des plans de sauvetage qui consistent à instaurer des politiques d'austérité. La seconde sous-section quant à elle présente les plans de sauvetage les plus marquants de la crise de la dette souveraine.

### **7.2.1. Les conditionnalités des programmes de sauvetage**

Les plans de sauvetage proposés par les créanciers et les institutions de Brettons Woods sont soumis à des conditions auxquelles les pays débiteurs doivent se conformer. Ces conditions sont fondées sur la thèse suivant laquelle les pays sont surendettés parce que ceux-ci auraient vécu au-delà de leurs moyens. En conséquence, elles cherchent à influencer les principaux déterminants de la dette extérieure dans le sens à maîtriser les engagements internationaux du pays. Les conditions ont deux objectifs essentiels. Le premier objectif



consiste à établir l'ordre (l'équilibre) interne afin de permettre au pays de dégager les ressources domestiques nécessaires à la réduction de la dette. Le second objectif vise la restauration de l'équilibre externe afin de freiner toute nouvelle accumulation de dette.

Cette sous-section traite des conditionnalités imposées par les plans de réduction de la dette des pays. Elle indique que ces conditions restreignent l'endettement des résidents mais n'affectent pas la dette souveraine. Deux points la composent. Chacun des points traite respectivement, des ajustements intérieurs et extérieurs conditionnés par le programme de réduction de la dette.

### **7.2.1.1. Conditions d'ajustement interne**

L'analyse conventionnelle de dette extérieure conçoit le surendettement des pays comme le résultat de leurs niveaux de vie imprudents. En conséquence, pour rendre l'endettement soutenable, il serait essentiel que les pays rétablissent la discipline dans leurs dépenses. Les dépenses budgétaires constituent ainsi un élément privilégié des conditions d'ajustement interne. En effet, pour réduire leurs niveaux d'endettement, les pays sont contraints de prélever les ressources nécessaires au paiement de la dette. Cela passerait nécessairement donc par la discipline budgétaire. Comme expliqué par Wiesner (1985, p. 191, traduite), « *aucun autre ensemble de facteurs n'explique davantage la crise de la dette que les déficits budgétaires de la plupart des grands pays [endettés]. Bien que d'autres facteurs aient été pertinents, je ne doute pas que le principal problème ait été l'excès de dépenses publiques (et privées) qui ont été financées à la fois par des politiques de crédit intérieur facile et par d'abondantes ressources provenant de l'étranger* ». En d'autres termes, l'insoutenabilité de la dette s'expliquerait par le déséquilibre entre les recettes publiques et les dépenses publiques. Le rétablissement de l'équilibre budgétaire permettrait non seulement de réduire l'endettement des pays vis-à-vis du reste du monde, mais aussi, de servir la dette extérieure.

Dans la littérature, l'indiscipline budgétaire se traduit par la mauvaise allocation des ressources issues du déficit (Ostry, Ghosh et Espinoza, 2015b ; Williamson, 1990, 2004). Suivant les analyses, l'insoutenabilité de la dette serait intervenue lorsque les pays ont commencé à financer les dépenses de la consommation à l'aide du déficit budgétaire (Williamson, 1983, 1990, 2004). Le financement de la consommation au détriment de l'investissement limiterait alors le niveau de production des pays en développement rendant ainsi inévitable le défaut souverain. En conséquence, l'une des conditions imposées par les

plans de sauvetage aux pays est que tout déficit primaire soit destiné à financer l'investissement productif.

Dans la littérature, le caractère procyclique des politiques budgétaires est également mis en avant pour expliquer l'insolvabilité des pays. Dans son analyse sur la crise d'endettement de la zone euro, Lane (2011, 2012) explique que les pays n'ont pas ajuster leur politique fiscale lors de la période d'entrée massive de capitaux afin de faire face à une éventuelle période de sortie de capitaux. Une augmentation de la pression fiscale aiderait ces pays à faire face au renversement brutal des flux de capitaux comme ce fut le cas en Irlande et au Portugal (Williamson, 1990). Le consensus de Washington inscrit la discipline fiscale comme l'une des "10 règles d'or" permettant aux pays endettés de se tirer du problème d'endettement. En d'autres termes, il impose aux pays des politiques contracycliques afin d'amortir l'effet du service de la dette sur l'économie.

Outre le laxisme budgétaire, les réformes fiscales sont également mises en avant dans les ajustements intérieurs afin de diminuer les dépenses où augmenter les recettes. Suivant les auteurs, l'augmentation des dépenses à travers une hausse du taux de pression fiscale n'est pas optimale car, elle évincerait les investissements et partant la capacité de service de la dette. En conséquence, le consensus de Washington impose aux pays l'élargissement de leur base fiscale et la baisse de leur taux fiscal marginal afin d'augmenter les recettes et réduire le déficit budgétaire. Selon le FMI, ces mesures réduiraient le recours au financement externe à court terme (International Monetary Fund (IMF), 2015b). Ces mesures permettraient de rendre donc efficace le processus de réduction de la dette. La mise en place d'un système de taxation élargie et indulgente devrait ainsi être un préalable pour bénéficier des programmes de sauvetage des institutions de Bretton Woods.

Les analyses présentent également les politiques de taux d'intérêt comme source de surendettement des pays. Selon Williamson (1990), le taux d'intérêt doit satisfaire deux principes essentiels. Le taux d'intérêt nominal devrait, de prime abord, être libéralisé et déterminé par les mécanismes du marché afin d'éviter des politiques de crédit à contrecourant de l'activité économique (Polak, 1990). Le second principe soutient que le taux d'intérêt réel soit positif afin d'éviter la volatilité des capitaux dans les pays en crises (Williamson, 1990). Ces deux principes permettraient d'aboutir à un niveau d'investissement optimal dans l'économie. En conséquence, les pays voulant bénéficier des plans de sauvetage devront libéraliser leurs taux d'intérêt afin de réduire efficacement les engagements extérieurs.

En se fondant sur l'analyse conventionnelle de la dette extérieure, les conditions d'ajustement intérieur n'affectent pas la formation de l'endettement pathologique des pays. En effet, l'analyse des restrictions budgétaires fait ressortir deux principales limites qui découlent elles-mêmes des insuffisances théoriques qui caractérisent l'approche conventionnelle. D'une part, des programmes de sauvetage sont focalisées sur les déterminants de la dette extérieure plutôt que sur la composition structurelle de ces engagements. Le principe de la restriction budgétaire par exemple, découle du fait que le déficit budgétaire exprime un endettement de l'État. Dans cette situation, les contraintes budgétaires préalables au programme de réduction de la dette pourraient réduire les engagements de l'État sans affecter ceux qui ne peuvent être imputés aux résidents (secteurs public et privé).

D'autre part, la discipline budgétaire prônée par les conditionnalités comprime elle-même la production de l'État. Cette restriction se caractérise aussi par une faible croissance et un niveau de chômage très élevé. En conséquence, le pays débiteur voit réduire sa capacité de prélever dans son économie pour servir sa dette injustifiée par les échanges du fait de la compression de la production nationale. Selon Diaz-Alejandro (1984), lors des épisodes de crise des années 1980, la réduction du déficit en Amérique Latine s'est traduite par une chute brutale des investissements dans les pays débiteurs. Cette situation a entraîné une faible croissance dont la conséquence a été une plus grande accumulation de la dette extérieure. Or les déficits extérieurs étant payés doublement par ces pays, l'endettement pathologique augmente également, ce qui est de nature à générer une défaillance sur les engagements souverains. Pour Zestos (2016), s'il existe un ensemble de facteurs qui a déclenché la crise de la zone euro, la condition d'austérité a porté le coup fatal aux pays endettés de la zone en freinant la croissance et augmentant le chômage.

En plus, conformément au principe de la demande effective mis en avant par Keynes (1937), les restrictions budgétaires sont de nature à détériorer la position extérieure des pays. En effet, si la demande effective traduit des opportunités de production qui rendent disponibles des ressources pour servir la dette, les conditions de restriction sont de nature à comprimer cette demande. Elles réduisent alors la capacité des pays débiteurs à dégager les ressources nécessaires pour réduire le niveau de leur endettement. Comme expliqué dans le rapport du FMI sur les récentes crises. Suivant ce rapport, la réduction de la demande effective dans les pays débiteurs a contribué à l'insolvabilité de ces derniers. Lors des épisodes de crise d'Amérique Latine dans les années 1980 également, le Mexique a vu sa demande interne se

réduire à la suite des restrictions budgétaires qui lui étaient imposées. Il s'en est suivi une détérioration de sa capacité de servir sa dette (Independent Commission on International Development Issues, 1983 ; Cline, 1995). Au vue de ces effets pervers, Eichengreen et Portes (1989) expliquent qu'il serait avantageux pour un pays de faire défaut sur ses engagements malgré la disponibilité des ressources permettant de servir la dette.

De leur côté, les responsables du département d'économie du FMI de l'époque (Obstfeld et Thomsen, 2016) rejetaient la responsabilité du FMI dans l'obstination des partenaires financiers de la Grèce à lui imposer l'austérité qui réduit sa demande intérieure. Pour Obstfeld et Thomsen (2016), la Grèce avait besoin plus d'une expansion budgétaire plutôt que d'une restriction budgétaire. Ainsi, si le déficit budgétaire est une source ou un déterminant de l'endettement extérieur, il n'est pas la cause des crises d'endettement. De ce fait, les conditionnalités étaient inadaptées pour le pays.

Concernant la libéralisation du taux d'intérêt, elle demeure également problématique pour les pays en crise. En effet, laissés à la régulation du marché, les taux d'intérêt peuvent facilement alimenter les bulles spéculatives. Cette situation peut avoir des effets pervers sur les économies à travers le financement des sorties de capitaux. Comme Astley et al. (2009) le font remarquer, la libéralisation a entraîné la fuite des capitaux dans les pays en développement sujets aux crises d'endettement vers les marchés financiers des pays déjà développés. Ce qui serait à l'origine de l'éclatement des bulles spéculatives en 2007. Si la libéralisation des taux d'intérêt permet de réduire l'endettement des résidents, les mouvements de capitaux qu'elle génère sont de nature à augmenter la dette souveraine du pays en tant qu'ensemble du fait de la duplication des paiements extérieurs. Comme l'indique Stiglitz (2002, p. 43), « *les capitaux spéculatifs, dont l'afflux et le reflux suivent si souvent la libéralisation des marchés financiers, laissent le chaos dans leur sillage* ». En conséquence, les conditions d'ajustement interne n'affectent pas positivement la dette extérieure du pays en tant que somme de ses résidents.

#### **7.2.1.2. Les ajustements extérieurs**

Les plans de sauvetage sont également conditionnés par la recherche de l'équilibre extérieur. Les mesures d'ajustement porteront de ce fait sur les variables qui influencent la position extérieure des pays. Ces variables sont essentiellement les déterminants de la balance de paiement. Les conditions d'acquisition du soutien financier des institutions internationales

en période de crise concerneront deux volets principaux : l'équilibre de la position extérieure des pays en crise et l'ajustement de change.

Dans la littérature, la plupart des analyses convergent sur le fait que le déséquilibre extérieur serait la principale cause du surendettement des pays. Le rétablissement de l'équilibre extérieur serait de ce fait un préalable pour sortir les pays de la crise. Cet équilibre serait atteint à travers la libéralisation du commerce international et des investissements étrangers (Williamson, 1990). La libéralisation du commerce international est centrée sur les importations. Cette mesure stimulerait l'importation des facteurs de production selon le consensus de Washington. La hausse des facteurs de production augmenterait la production et par voie de conséquence, la capacité des pays à servir leurs dettes. Quant à la libéralisation des investissements étrangers, elle favoriserait les entrées de capitaux. De ce fait, elle permettrait d'assurer la disponibilité de capitaux dans les pays en crise. La libéralisation éviterait ainsi l'arrêt brusque des flux de capitaux étrangers. En d'autres termes, la condition de libéralisation permettrait d'une part de maîtriser le niveau d'endettement des pays et d'autre part de maintenir le financement des économies en crise.

Toutefois, cette interprétation de la libéralisation présente des limites. En effet, une analyse intégrale de la libéralisation met en cause l'efficacité de cette condition dans la réduction de la dette des pays. Si la libéralisation devra faciliter l'importation de facteurs de production, cela suppose que la production des biens d'exportations est faible. De ce fait, la libéralisation des importations aura pour conséquence d'évincer les exportations du fait de la faible capacité des industries à faire face à la concurrence. Selon les travaux empiriques de Weisbrot et Baker (2003), la libéralisation commerciale imposée aux pays débiteurs a été pénalisante. Pour Stiglitz (2002, p. 42), « *[c]ontraindre un pays en développement à s'ouvrir à des produits importés qui vont rivaliser avec ceux de certaines de ses industries, dangereusement vulnérables à la concurrence de leurs homologues étrangères bien plus puissantes, peut avoir de désastreuses conséquences - sociales et économiques* ». La libéralisation commerciale est donc source de déficits extérieurs pour les pays endettés. Le double paiement des importations nettes vient augmenter le niveau de la dette souveraine. La libéralisation commerciale fait donc augmenter la dette souveraine.

Concernant la condition de la libéralisation des mouvements de capitaux elle ne permet pas également d'améliorer la position extérieure en vue de sortir les pays de la crise. Cette condition ne tient pas compte des disparités entre les pays. Dans cette situation, les flux de

capitaux peuvent augmenter la dette extérieure des résidents. Suivant l'analyse de Rodrik (1998, p. 64, traduite), le paiement de libéralisation des mouvements de capitaux présente deux effets sur les pays : « *[p]remièrement, elle augmenterait la liquidité à laquelle les emprunteurs d'un pays donné ont accès, ce qui amplifierait considérablement les effets de tout retournement du climat sur les marchés. Deuxièmement, elle augmenterait le risque systémique par la contagion d'un marché à l'autre* ». Pour Stiglitz (2002, p. 40), « *la libéralisation prématurée des marchés des capitaux, ont contribué à l'instabilité mondiale. Et, lorsqu'un pays s'est trouvé en crise, non seulement les fonds et les prescriptions du FMI n'ont pas réussi à stabiliser sa situation mais, dans bien des cas, ils l'ont dégradée, en particulier pour les pauvres* ». Le paiement des intérêts qu'implique les engagements générés par la libéralisation vient augmenter la dette souveraine du pays débiteur. Cette augmentation résulte de la duplication du paiement des intérêts. La libéralisation du mouvement des capitaux ne constitue donc pas une condition préalable pour résorber le problème de l'endettement souverain.

La gestion des taux de change est le second pan des ajustements extérieurs. Selon les analyses, le mésalignement de change constituerait une des raisons fondamentales des déséquilibres extérieurs et partant de crises d'endettement. Ce mésalignement viendrait du contrôle des changes qui altère le processus d'ajustement automatique. En altérant le processus d'ajustement, la rigidité des taux changes détériorerait la compétitivité en maintenant les prix rigides. Cette rigidité des prix ne favoriserait pas les exportations du pays et conséquemment la position extérieure (International Monetary Fund (IMF), 2015b ; Williamson, 1990). La compétitivité des économies passerait donc par la fluctuation du change. En régime de change flexible, le taux de change s'ajuste en fonction de la conjoncture économique du moment. Cet ajustement favoriserait les exportations et améliorerait la position extérieure des pays. La libéralisation du taux de change serait donc une condition centrale pour faciliter la réduction de la dette des pays.

Dans la littérature, la recherche de la stabilité du change donne lieu à des thèses divergentes quant au choix du régime. De nombreux auteurs privilégient l'ajustement en changes flexibles comme la source de la stabilité économique internationale. L'instabilité qui caractérise un tel régime s'expliquerait alors par la diversité des monnaies qui interviennent sur le marché (Miller et Williamson, 1988 ; Rogoff, 2005). Dans ces conditions, la réduction du nombre de monnaies intervenant sur le marché des changes permettrait un meilleur

fonctionnement de ce régime. Pour d'autres auteurs, le régime de changes fixes est synonyme de la stabilité des changes (McKinnon, 1988).

Toutefois, une analyse du processus de réduction de la dette montre que la condition de flexibilité des changes n'est pas le cœur de la crise. En effet, en période de réduction de la dette, le niveau du service des engagements est fort. Dans cette situation, lorsque le pays n'emprunte pas pour servir sa dette, il engage son taux de change à une forte fluctuation. Ces fluctuations de change peuvent être déstabilisantes pour les économies comme soutenu par Keynes (1929). La condition de flexibilité des changes ne garantit donc pas l'efficacité du processus de réduction de la dette. Elle ne peut donc pas être au centre de la problématique du service de la dette extérieure.

Le problème lié aux paiements extérieurs et au service de la dette en particulier est la légitimité des mouvements de change du fait des paiements. Comme le montre l'analyse structurelle des paiements extérieurs, les fluctuations de change sont elles-mêmes le résultat d'une pathologie : la duplication des paiements extérieurs. En conséquence, comme disait Hérodote, « *on ne guérit pas le mal par le mal* », la condition de flexibilité des changes imposée aux pays ne ferait que masquer temporairement le problème. La condition essentielle à un meilleur service de la dette des pays est d'empêcher que les différentes monnaies entrent dans une relation de change relatif. En d'autres termes, au vu de la duplication des paiements extérieurs comme la source du surendettement, la mise en place d'un système de change absolu est la condition centrale à la sortie de crise.

D'autres exigences seront demandées aux pays en guise de contrepartie du soutien financier des institutions internationales. Elles consistent pour les pays endettés à effectuer une grande vague de privatisations, à déréguler l'économie et à protéger le droit de propriété.

Selon les analyses, la gestion des entreprises du secteur public donnerait lieu à de la corruption et à de la mauvaise gestion. En effet, les acteurs pourraient contracter des engagements au nom de l'entreprise sans les investir dans celle-ci. Cette situation détériore la position financière de l'entreprise et ferait augmenter la dette extérieure. Dans ces conditions, la privatisation des entreprises d'Etat permettrait de réduire la dette publique, améliorer la position financière des entreprises et augmenter la capacité du pays à servir sa dette.

La condition de dérégulation économique s'expliquerait par le fait que les pays en développement sont caractérisés par la corruption au sommet de l'Etat. La dérégulation

réduirait de ce fait l'intervention de l'Etat dans le système économique et partant le niveau d'endettement de l'État.

La protection des droits de propriété serait essentielle dans les conditions préalables au plan de sauvetage pour améliorer la capacité du pays à servir sa dette. Cet argument se justifierait par le fait que cette mesure encouragerait l'innovation qui par la suite stimulerait la croissance économique. La hausse de la production nationale améliorerait la solvabilité du pays.

Si ces mesures peuvent affecter l'endettement des résidents, elles n'influencent pas la dette extérieure du pays en tant qu'ensemble des résidents. En effet, l'endettement des entreprises du secteur public est similaire à celle du privé dans la mesure où elles sont toutes résidentes. Or, la dette souveraine ne peut être imputée aux résidents. De ce fait, ces conditions imposées par les plans de sauvetage sont indépendantes de la dette souveraine qui est la cause du surendettement des pays.

En résumé, les conditions imposées aux pays pour bénéficier des plans de sauvetage ne constituent pas le point de départ de la réduction efficace de la dette souveraine. En effet, ces conditionnalités agissent sur les déterminants de la dette des résidents. Or selon Williamson<sup>118</sup>, l'endettement des pays n'est pas en soi le problème. La véritable problématique est liée au niveau élevé de la dette que les pays doivent servir. L'analyse structurelle de la dette a montré que ce fort niveau d'endettement à servir s'explique par la duplication des paiements extérieurs du fait du manque d'une véritable monnaie internationale. Cette duplication donne lieu à une dette souveraine dont l'objet est monétaire qui vient s'ajouter à l'engagement des résidents. En restreignant l'endettement des résidents, les conditionnalités des plans de sauvetage n'affectent pas la partie pathologique de la dette qui est source du surendettement des pays.

### **7.2.2. Les plans de sauvetage**

Depuis l'annonce du défaut du Mexique sur sa dette en 1982, plusieurs mesures et programmes vont se succéder afin de faire face à une crise qui progresse de plus en plus. Ces programmes de réduction de la dette des pays sont inspirés par les analyses de solvabilité et de liquidité. Malgré les efforts fournis par les créanciers, les débiteurs et les institutions de Bretton

---

<sup>118</sup> Repris par Mosley (1984)



Woods, la crise d'endettement continue d'être la préoccupation majeure de la finance internationale.

Les plans de sauvetage peuvent être regroupés en grandes catégories. La première catégorie consiste à laisser la gestion de la crise au marché sous l'hypothèse que celui-ci fera une allocation optimale des ressources pour résorber le problème. La deuxième catégorie traite de la crise de dette comme celle d'un défaut de liquidité. Les plans auront de ce fait pour objectif d'administrer exclusivement la liquidité dans les pays en crise. La dernière catégorie est une combinaison des programmes visant à procurer de la liquidité et à améliorer la solvabilité des pays. Un examen de ces principaux plans de réduction de la dette permet d'appréhender leur limite à résorber le problème de la dette souveraine.

La sous-section est composée de trois points. Dans chacun des points, nous examinons respectivement chaque grande catégorie des plans de sauvetage.

#### **7.2.2.1. La régulation du marché**

Entre 1973 et 1981, la dette extérieure des pays en développement a connu une explosion spectaculaire. En effet, les crédits ont augmenté de 135 milliards de dollars à 936 milliards en 1981 (Cline 1995). Cette croissance de la dette extérieure serait destinée selon Cline (1985) au financement de la hausse du prix de pétrole. Entre 1981 et 1982, l'économie mondiale connut une récession globale qui comprima le commerce international de près de 100 milliards de dollars US (Cline, 1985) et principalement le volume des exportations. Cette récession rend problématique le service de la dette pour de nombreux pays notamment ceux en développement. A partir des années 1981, ces derniers voient une réduction brusque des crédits accordés sur le marché financier. La réduction du volume de crédit atteint 95 milliards de dollar US seulement en 1982. Le montant des prêts des banques qui était sensiblement égal au déficit du compte courant en 1973, s'est réduit à environ 30% du déficit courant des pays non exportateurs de pétrole. Cette baisse a contraint les pays en développement à observer une diminution brutale de leurs importations due à des problèmes de balance des paiements accentuant la récession globale.

A la suite de la baisse des importations des pays importateurs de pétrole, les pétrodollars qui alimentaient le crédit sur le marché financier vont se réduire. Cette situation engendre une augmentation du taux d'intérêt et une baisse des exportations, ce qui réduit la capacité

d'emprunt des pays. En conséquence, les pays qui ont besoin d'emprunter pour payer leur dette se trouvent en difficulté pour honorer leurs engagements. Le défaut du Mexique, fait marquant de la crise de dette souveraine, en est l'illustration parfaite. Avant que le Mexique ne déclare son défaut de paiement, le risque de défaut des pays endettés commençait à devenir de plus en plus important. Avec la baisse des exportations et l'augmentation du taux d'intérêt, la position extérieure du pays se détériore. Cette situation détériore la capacité du pays à servir sa dette.

Les acteurs du marché financier vont interpréter la crise comme un problème de court terme dû à l'augmentation du prix du pétrole, la hausse des intérêts et la récession globale (Cline, 2006). Il s'agirait donc d'une crise de solvabilité où les pays doivent mener des ajustements internes pour s'en sortir (Raffinot, 1991). Dans ces conditions, les créanciers et les institutions internationales n'entreprennent aucune action pour résorber le problème. La crise étant apparue dans un contexte de récession globale, le gouvernement américain s'opposera à tout plan de sauvetage que les institutions de Brettons Woods avaient l'intention d'initier. Le sort des pays en crise est ainsi laissé à la régulation du marché et à sa capacité de mettre en œuvre des mesures d'austérité. Grâce à l'antisélection (Rothschild et Stiglitz, 1970), à l'image de l'endettement des entreprises et des ménages (résidents), le marché ajusterait le crédit en fonction du niveau de solvabilité des pays.

Cette stratégie est justifiée par deux arguments fondamentaux. La première justification est que l'intervention des pays (créanciers) conduirait les banques à prendre de plus en plus de risques. Cette situation favoriserait l'intervention permanente des autorités et ne permettrait pas de réduire efficacement la dette (Krugman, 1985c). La seconde justification est que lorsque les États apportent des financements aux pays, les débiteurs anticiperont cette intervention dans les périodes suivantes. Dans ces conditions, ils emprunteraient toujours de façon irresponsable et la crise serait perpétuelle (Eichengreen et Portes, 1989b ; Krugman, 1985c).

Le volume du crédit étant fonction de la solvabilité des pays, la récession économique va affaiblir la croissance et détériorer cette solvabilité (Feldstein, 1986). Dans l'incapacité de mobiliser des crédits pour soutenir le service de sa dette, le Mexique se déclare officiellement défaillant en août 1982. A la suite du Mexique, en dehors de la Colombie, les autres pays d'Amérique Latine vont tour à tour reporter le paiement de leurs dettes (Cline, 2006). De l'Amérique Latine, la crise se répand vers les pays d'autres continents. Elle devient ainsi une préoccupation pour les créanciers et les institutions de Bretton Woods (Cline, 2006 ; World Bank, 2004).

Cette expansion rapide de la crise constitue une véritable menace pour les créanciers notamment pour les entreprises américaines qui détenaient plus du tiers des créances sur les pays endettés. Cette situation amène les pays à revoir leur position initialement passive. En septembre 1982, les Etats Unis et les institutions de Brettons Woods mettront en place des programmes de sauvetage afin de réduire le risque généré par la crise sur l'économie créancières. Ces programmes s'inspirent des analyses de liquidité pour faire sortir les pays de la crise.

Le même processus peut être observé dans les crises de dette souveraine récentes. En effet, la crise financière internationale de 2007 a entraîné la limitation du crédit vers les pays en besoin de financement pour assurer le service de leur dette mais aussi investir. C'est le cas de la crise de la zone euro, de la Jamaïque, et bien d'autres pays. Selon les analyses de Grigorian, Alleyne et Guerson (2012), l'augmentation rapide de la dette jamaïcaine et la crise de 2008-2009 ont mis la Jamaïque en difficulté pour honorer ses engagements. Son gouvernement s'engage à des politiques d'austérité qui vont détériorer de plus de plus les conditions de son économie. Cette situation conduit les agences de notation à dégrader la note du pays. Les conditions d'accès au financement de marché devenant de plus en plus dures, le pays demande une restructuration de sa dette en 2010.

Dans la zone euro également, les conditions du marché se sont durcies au lendemain de la crise financière de 2008-2009. Pour avoir accès au financement, la Grèce aurait dissimulé une partie de ses engagements pour paraître solvable aux yeux de ses créanciers (Lane, 2012). Les pays n'ayant pas accès au financement, pour honorer leur engagement, vont se déclarer défaillants (Lapavitsas et al., 2012 ; Patomäki, 2013 ; Zestos, 2016).

Il apparaît qu'en l'absence de crédits, les pays sont dans l'impossibilité de payer leur dette. Si l'analyse est focalisée sur l'endettement des résidents, il s'avère que le service de la dette de ces derniers est source de nouveaux engagements pour le pays. Lorsque le pays n'a pas accès aux crédits, à moins que ceux-ci n'exportent nettement le double de la valeur de la dette à servir, ils sont contraints à la défaillance. Ainsi, les sanctions du marché enfoncent les pays dans des crises. Selon certains auteurs, les sanctions sont inefficaces car à partir d'un certain niveau d'endettement, le défaut peut être avantageux pour les pays (Artus et Debonneuil, 1990 ; Berthélemy, 1981). Pour Raffinot (1991), si l'arrêt de financement est la seule sanction à la disposition des créanciers, il pénalise les entreprises et détériore la position extérieure du pays. Avec la régulation du marché, l'endettement pathologique demeure et toute

tentative de servir la dette fait renaitre la dette. En d'autres termes, bien que permettant de réduire les crédits aux résidents, la régulation du crédit par le marché laisse la dette souveraine intacte.

#### **7.2.2.2. Les programmes de liquidité**

L'échec du marché à contrer la crise d'endettement a amené les institutions internationales et les gouvernements à se lancer dans la détermination du programme idéal de sortie de crise. Ces programmes impliquent les pays créanciers et le FMI. Ces programmes reposent sur deux justifications centrales selon Krugman (1985). La première est que les pays n'ayant pas accès au financement de marché, et l'arrêt des financements étant le seul moyen de sanction, la probabilité d'un accord entre créanciers et débiteurs était faible. Suivant les auteurs, dans une telle situation, le pouvoir de négociation du débiteur est plus élevé (Artus et Debonneuil, 1990 ; Berthélemy, 1981). Dans ces conditions, les institutions monétaires internationales sont obligées d'intervenir pour un accord et réduire le comportement de « free rider ». La seconde justification est la nécessité de diversifier les sources de financement des programmes. Ces programmes vont consister à injecter de la liquidité dans les pays afin de leur permettre d'honorer leurs engagements. Deux grandes catégories de plan de liquidité peuvent se distinguer. Si dans le premier programme la crise est perçue comme conjoncturelle, le second tentera des corrections structurelles dans les économies endettées.

La première génération des programmes de liquidité vient avec la reprise économique des Etats Unis et l'implication directe des entreprises américaines dans le défaut souverain des pays endettés. Avec la menace pesant sur les entreprises américaines, la probabilité d'une forte expansion de la crise sur les autres pays, les Etats Unis et les institutions de Brettons Woods décident de sortir de leur passivité pour résorber le problème. Ces programmes conçoivent la crise comme un défaut de liquidité. Ainsi, les Institutions financières internationales en accord avec les pays créditeurs (principalement les États-Unis), décident d'approvisionner en liquidité les pays débiteurs sur la base de concertations et afin de leur permettre de servir leur dette. Cette stratégie supposait que les pays endettés étaient temporairement à cours de liquidités. Elle permet ainsi à travers les nouveaux prêts de donner du temps nécessaire aux pays pour dégager les ressources nécessaires au paiement de leurs dettes. Ce plan de prêt concerté va ainsi mixer deux politiques simultanément dont l'une visant le principal et l'autre les intérêts.

L'approvisionnement de la liquidité concerne précisément le service des intérêts. Cette liquidité permet de transférer aux débiteurs les ressources nécessaires au paiement des intérêts (Cline, 1995 ; Krugman, 1985c ; Monteagudo, 1995). Selon Krugman (1985), en 1983, l'afflux net de capitaux pour les trois principaux pays d'Amérique Latine a couvert moins de 40% du paiement des intérêts. La stratégie d'approvisionnement de liquidité aurait donc permis aux pays créditeurs de bénéficier de transferts de ressources de la part des débiteurs. Le second volet consistait à mettre en place des opérations de rachat de la dette et à allonger la maturité de la dette à travers les accords de rééchelonnement pluriannuels (MYRA). Cette stratégie permet de résoudre de façon ponctuelle le problème d'insuffisance de devises et l'aide au développement qui vise à approvisionner en liquidités les pays (Raffinot, 1991). En repoussant le paiement du principal dans le futur, le programme suppose que les pays stimulent suffisamment leur économie et deviennent liquide. En d'autres termes, les MYRA avaient pour but de stimuler à court terme la reprise des prêts sur le marché financier bien que la durée de rééchelonnement, soit située entre 18 mois et 2 ans (Cline, 1995).

Suivant les auteurs, sur la période de mise en œuvre de ce programme, les pays endettés ont dégagé des excédents extérieurs, mais le problème d'endettement extérieur continuait de plus belle malgré la baisse des prêts concertés. Selon les analyses Cline (1995) et Krugman (1985, 1989), ces excédents extérieurs ont été le résultat de la contraction des importations. Avec la baisse des importations, les pays endettés ont de moins en moins fait recours au marché financier (Cline, 1995). Pour Krugman (1985, 1989), la baisse des prêts concertés est liée au niveau de risque d'exposition des banques relativement élevé. La baisse de l'aide publique permettant d'approvisionner de la liquidité n'aura donc pas permis de rétablir l'accès des pays endettés au marché.

A la fin des années 1984, d'autres chocs économiques tel que le choc pétrolier, viendront par la suite neutraliser l'effet du programme concerté de prêts. La baisse du prix de pétrole a pour effet de baisser la valeur des exportations des pays exportateurs de cette matière. Cette conjoncture vient neutraliser la baisse des importations et détériore la position extérieure des pays débiteurs, d'où l'augmentation des capitaux. Entre 1982 et 1985 effectivement, les transferts de ressources des pays en développement de leurs engagements. Cette situation vient s'ajouter à l'inversion de la mobilité vers les pays créditeurs s'élevaient à plus de 24 milliards de dollar US. Ce programme ne réduit donc pas significativement l'engagement des pays.

La difficulté du plan de prêt concerté à résorber la crise de dette souveraine vont conduire les États-Unis, principaux créanciers des pays débiteurs, en concertation avec les institutions de Bretton Woods, à repenser un nouveau plan. Ces concertations donnent lieu à l'adoption du plan Baker, du nom du Secrétaire au Trésor américain de l'époque. La stratégie est fondée sur les défaillances du plan de prêt concerté que sont la contraction des importations et la faiblesse de l'approvisionnement en liquidités. Ainsi, l'objectif du plan Baker consistera à administrer de la liquidité aux pays débiteurs pour relancer leurs importations. La relance des importations avait pour but d'amener les pays débiteurs à recourir au marché.

Comparativement au plan de crédit concerté qui était essentiellement fondé sur le rééchelonnement, le plan Baker met l'accent sur les aides au développement. Cette stratégie permettrait d'approvisionner conséquemment les pays débiteurs en liquidités pour honorer leurs engagements. Une fois les engagements honorés, la position extérieure des pays débiteurs à court terme s'améliore, ce qui permettrait à ces derniers d'accéder facilement au marché financier pour financer leur économie. Les crédits effectués dans le plan Baker aux pays endettés se situent dans une perspective de moyen ou long terme. En contrepartie de ces crédits, les pays débiteurs devaient adopter des politiques de libéralisation notamment des importations et des investissements étrangers (Cline, 1989). Ces réformes permettraient d'éviter que tout excédent de la balance des paiements résulte d'une contraction des importations. Dans ces conditions, elles stimuleront les prêts sur le marché financier qui s'étaient ralenti. Selon Bogdanowicz-Bindert (1986, p. 33, nous traduisons), « *[p]our la première fois, les autorités [(créanciers)] ont officiellement reconnu que la crise de la dette est là pour durer et que l'austérité doit céder la place à la croissance* ». Le plan Baker apporte donc en quelque sorte une correction à la stratégie de prêts concertés qui a réduit le recours des pays endettés au marché.

Suivant les analyses, la force du plan réside dans sa capacité à interpréter la crise comme un problème de long terme et non de court terme. Dans ces conditions, pour Cline (1989, 1995), il ne vise plus la stabilité de court terme de la balance des paiements courants à travers notamment les politiques d'austérité, mais plutôt une stabilité de long terme au moyen de réformes structurelles. Contrairement au précédent programme, le plan Baker implique fortement une diversité d'acteurs que sont les pays industrialisés pour leur responsabilité dans l'avènement de la crise, les banques privées et les institutions de Bretton Woods dans le processus d'approvisionnement de crédit (Bogdanowicz-Bindert, 1986 ; Cline, 1989).

L'objectif du plan était effectivement de mobiliser 20 milliards de dollars de nouvelle monnaie de la part des banques commerciales et 9 milliards de dollars de la part des institutions internationales en faveur des pays endettés.

Toutefois, malgré la forte implication des banques commerciales dans le plan, le niveau de crédit effectué par ces dernières n'atteindra pas l'objectif fixé. En effet, ces banques n'ont couvert qu'environ les deux tiers du montant de prêt que le plan attendait d'elles (Cline, 1995). Suivant Krugman (1988a), le faible engagement des banques commerciales demeure dans les risques d'exposition élevé de ces dernières. Ce risque est essentiellement lié au niveau élevé de l'endettement des pays en crise qui en plus de menacer leur solvabilité sur la dette existante représente également une menace sur la solvabilité de toute nouvelle créance (Henner, 1989). Selon Bogdanowicz-Bindert (1986, p. 39, traduite), face à cette vulnérabilité, « *l'objectif premier de nombreuses banques n'est pas de trouver une solution de long terme à la crise de la dette, mais de protéger leurs bilans et leurs comptes de résultats à court terme* ». La réduction du risque passe selon Krugman (1988a) par la réduction du volume de la dette ce qui augmente la capacité des pays endettés à payer leur dette. Afin de compenser la faible couverture de financement des banques commerciales, les institutions internationales vont contribuer plus que ce qui était initialement prévu.

Malgré la grande ambition du plan Baker, celui ne débouche pas sur des résultats concluants. En effet, malgré la libéralisation qui conditionnait l'application du plan, les flux de capitaux n'ont pas été inversés. Les pays débiteurs ont continué de transférer les ressources dans les pays en surplus. Ce transfert a été possible grâce aux aides au développement qu'obtenaient les pays pour financer le service de leur dette par le biais du plan. Lorsque ces aides ont commencé à baisser, les pays se sont retrouvés avec une position extérieure détériorée. Le plan Baker ne réussit pas alors à réduire véritablement le volume de la dette et les indicateurs ciblés par le plan ne se sont pas réellement améliorés (Devlin, 1990 ; Vasquez, 1996b). Comme expliqué par Cline (1989, 2006), la vitesse de réduction du fardeau de la dette n'était pas satisfaisant au vu des nouveaux prêts qu'accordait le plan. En conséquence, la provision de liquidités aux pays faisait plus augmenter le niveau d'endettement des pays qu'elle n'en réduisait.

Suivant les analyses, le vice fondamental de cette analyse s'explique par la non prise en compte dans le plan de la question de la solvabilité. En effet, selon Krugman, Enders et Rhodes (1994), l'échec du programme s'expliquerait par l'opposition du gouvernement américain à

toute tentative de réduction directe de la dette. Pour Bowe et Dean (1993) l'incapacité du plan de liquidité à résorber met en lumière l'insuffisance des stratégies de provision de liquidité et des ajustement dans la résolution des questions de la dette souveraine. Dans ces conditions, les analyses proposent essentiellement la nécessité de conjuguer la stratégie de provision de liquidité et un programme d'amélioration de la solvabilité (Cline, 1995, 2006 ; Krugman, Enders et Rhodes, 1994). En améliorant la solvabilité par la réduction de la dette, les pays auraient une forte incitation à honorer les engagements restants.

En somme, la mise en œuvre des plans de liquidité montre que dans le système monétaire international actuel, le service de la dette des résidents conduit les pays à s'engager à nouveau pour transférer les ressources intérieures aux créanciers. En effet, bien que la liquidité permette aux pays de servir leur dette, elle ne permet pas de réduire leur niveau d'endettement. Selon Millet et Toussaint (2004, p. 37, traduite), « *les montants prêtés augmentent la dette du pays emprunteur, pour la laisser immédiatement sous forme de remboursements aux créanciers du Nord* ». Ainsi, si le programme d'approvisionnement de liquidité permet d'alléger à une période donnée le fardeau de la dette, ce dernier est repoussé dans le futur. En d'autres termes, la provision de liquidité permet de passer des « pics », mais ne s'attaque pas à la racine du problème comme expliqué par (Raffinot, 1991). La racine du problème est la duplication des paiements extérieurs dans la mesure où le service de la dette des résidents contraint les pays en tant qu'ensemble souverain à s'endetter pour transférer les ressources domestiques.

### **7.2.2.3. Les plans mixtes**

L'échec des plans d'injection de liquidité à réduire efficacement la dette des pays amène les autorités à revoir leurs stratégies. En effet, d'une part, la chute brutale du prix de pétrole détériore la position extérieure des pays exportateurs de pétrole, ce qui réduit leur capacité à servir la dette. D'autre part, la valeur de la dette existante des pays en développement a subi une énorme dépréciation sur le marché secondaire. Selon Cline (2006), la valeur de la dette sur le marché secondaire est passée de 60 à 70% en 1986 à environ 50% en 1989. Cette situation aurait affecté la solvabilité des pays qui vient s'ajouter à leurs problèmes de liquidité. Dans ces conditions, la prise en compte de ces deux dimensions (solvabilité et liquidité) dans les programmes de sauvetage serait essentielle pour réduire efficacement la dette des pays. Les défaillances du plan Baker finissent par convaincre le secrétaire du trésor américain Nicholas



J. Brady de l'incapacité de ce plan à réduire la dette. Il propose une nouvelle initiative visant à réduire la dette des pays fortement endettés avec un rôle prédominant des institutions de Bretton Woods tout en stimulant la croissance avec des réformes de politique économique. La réduction de la dette est basée sur le marché et était essentiellement volontaire (Berthélemy et Lensink, 1995 ; Devlin, 1990 ; Monteagudo, 1995). Cette initiative deviendra le plan Brady, qui consistera à sortir les pays de la crise de la dette extérieure.

Comparativement aux programmes précédents, le plan Brady apporte quatre innovations majeures dans le processus de réduction de la dette des pays (Devlin, 1990). La première innovation est que le plan traite des problèmes du *free rider* des banques privées en établissant un traitement équitable entre les banques créancières et le débiteur. En effet, l'initiative demande aux banques privées de renoncer aux clauses de garantie négative<sup>119</sup> et de mutualisation qui apparaissent déjà dans les accords de prêts des banques internationales aux pays endettés (Devlin, 1990).

La deuxième innovation est que les pays créanciers sont tenus de mener des politiques telles que des allègements comptables, fiscaux et de la régulation en faveur des banques engagées dans l'initiative. Cela permet de motiver les banques à s'engager fortement dans la réduction de la dette des pays. Ces allègements permettent également aux banques de prendre un certain risque dans leur mission d'approvisionnement de liquidités aux pays endettés (Devlin, 1990).

La troisième innovation est la mise à disposition de ressources publiques à l'allègement de la dette des pays. Cette innovation permet aux institutions de Bretton Woods de canaliser une partie de leurs crédits destinés aux pays endettés pour garantir le principal et les intérêts dans le cadre d'échange d'obligations avec décote (Sachs, 1989a). Il faut noter que c'est la première fois qu'une initiative de réduction de la dette s'engage à la décote du volume de la dette des pays. Suivant les analyses, cette mesure permet d'améliorer la solvabilité des pays (Raffinot, 1991).

La quatrième innovation est que l'initiative permet aux pays de poursuivre les politiques d'ajustement indépendamment de l'engagement des banques privées grâce à la dissociation de leur bilan aux déboursements du FMI. Pour bénéficier de ces financements auprès du FMI, les

---

<sup>119</sup> La clause de garantie négative est « *un type de convention négative qui empêche un emprunteur de mettre en gage des actifs si cela risque de compromettre la sécurité du prêteur* » (Hargrave, 2020). Elle permet de protéger les créances du prêteur.

pays débiteurs doivent s'engager à mener des politiques telles que la promotion de l'épargne nationale, la libéralisation du taux d'intérêt, le rapatriement des capitaux pour favoriser la réduction de la dette (Clark, 1993).

De façon opérationnelle, la mise en œuvre de l'initiative privilégie « l'approche menue » qui permet aux acteurs de négocier un ensemble de dispositifs qui offrent des options de réduction de la dette et du service de la dette (Clark, 1993). En d'autres termes, le plan met à disposition des pays un ensemble de dispositifs qui permet aux créanciers de convertir leur dette tout en accordant une certaine décote sur la valeur. Comme l'explique Krugman, Enders et Rhodes (1994, p. 698, notre traduction), « *[l]'idée était que, en offrant aux créanciers un "menu" d'alternatives de conversion de la dette, ils pourraient être incités à la fois à annuler une fraction importante de la dette et à fournir un flux de financement supplémentaire* ». Elle propose ainsi un éventail d'instrument qui permet de mettre en œuvre cette conversion. Les principaux instruments sont le rachat de la dette, titrisation de la dette, l'échange de dettes contre prise de participation dans les entreprises (Clark, 1993 ; Krugman, Enders et Rhodes, 1994 ; Monteagudo, 1995 ; Sachs, 1989a).

Du point de vue des pays endettés, le dispositif de rachat de la dette peut être combinée à la titrisation (Clark, 1993). Il s'agit pour le débiteur d'acheter une partie de sa dette sur le marché secondaire principalement à un prix inférieur au prix d'émission et de négocier une restructuration sur les engagements restants. En échangeant les engagements actuels contre des obligations inférieures à la valeur faciale de la dette, le pays obtient une réduction de la dette. Comme expliqué par Sachs (1989a), au début du programme, le Mexique aurait pu racheter sur le marché secondaire 2,5 dollars US de valeur faciale de ses engagements à 1 dollar US en empruntant auprès de la Banque Mondiale. Ce rachat lui permettrait de réduire de 60% une partie de ces engagements.

Du point de vue des créanciers, le rachat de la dette permet aux banques de vendre les titres de créances avec une remise sur la valeur faciale qu'elles détiennent. Cette stratégie permet aux banques averses au risque de se retirer du processus tout en minimisant leur perte (taux d'escompte). La titrisation de la dette quant à elle permet à la banque de réduire le niveau de la dette des pays tout en maintenant le même niveau de risque (Clark, 1993). En effet, en échangeant ses créances contre des obligations à valeur nominale inférieure mais supérieure à celle du marché, les banques réduiraient de prime abord leur exposition au risque puisque la position extérieure du pays s'améliore. Toutefois, cette réduction de son exposition de risque

est neutralisée lorsque la banque transforme la valeur de la dette réduite en « new money » (argent frais selon (Raffinot, 1991)) pour procurer de la liquidité aux pays débiteurs. Ce déboursement permet aux pays de financer le service de leurs dettes.

Concernant le dispositif d'échange créances contre actifs, il permet aux banques de recouvrer un certain niveau de crédit et aux débiteurs de bénéficier d'une réduction de la dette (Krugman, Enders et Rhodes, 1994 ; Sachs, 1989a). Il consiste pour les débiteurs à racheter en monnaie nationale une partie de ses engagements sur le marché secondaire où les titres de créances sont décotés. Ces derniers bénéficient ainsi de la réduction de la dette d'une valeur égale à la décote. Une fois payés en monnaie nationale, les créanciers investissent dans le pays débiteur en achetant des actions. Une augmentation du cours des actifs et les dividendes auxquels ceux-ci donnent droit permettent de réduire la perte des créances du fait de la décote sur le marché secondaire. En d'autres termes, le rendement des investissements permettrait de compenser les pertes subies par l'échange des créances contre actifs.

Si beaucoup d'espoir a été porté sur le plan Brady, les résultats n'ont pas été à la hauteur des attentes. Entre 1989 et 1994 effectivement, si le plan a pu convertir plus de 200 milliards de dollars US (Cline, 2006 ; Vasquez, 1996b), toutefois, cette conversion n'a pas eu un grand impact sur la dette des pays (Clark, 1993 ; Jones, 1990 ; Krugman, Enders et Rhodes, 1994 ; Monteagudo, 1995). Selon Krugman, Enders et Rhodes (1994), globalement, l'initiative n'a réduit que d'environ 5% l'encours de la dette sur un objectif initial de 20%. Selon d'autres études, si le niveau d'endettement des pays n'a pas augmenté, il est resté inchangé (International Monetary Fund (IMF), 1990 ; Monteagudo, 1995). Bien que le plan se soit engagé à effacer une partie de la dette et à approvisionner de la liquidité au pays, il n'a pas été un franc succès dans la mesure où le problème d'endettement extérieur continue de se perpétuer dans les pays (World Bank, 1993).

Ce faible résultat s'expliquerait selon les analyses par le caractère volontaire de réduction de la dette prôné par l'initiative. Cela aurait conduit les créanciers privés à se protéger contre le risque plutôt que de contribuer à la réduction de la dette. Pour Sachs (1989b), l'objectif initial de réduction de la dette était faible dans la mesure où les pays avaient besoin d'une réduction d'au moins 40% de la valeur initiale de leurs engagements. Selon Sachs, la dépréciation de la valeur de la dette sur le marché secondaire serait le signe d'une anticipation des marchés suivant laquelle les pays n'ont la capacité d'honorer que 40% de la valeur initiale

de leurs dettes. Le rétablissement des pays à l'accès au marché impliquerait donc une réduction d'au moins 40% de la valeur de la dette.

Depuis l'initiative de Brady, les autres plans de sauvetage proposés aux pays vont privilégier la combinaison permettant d'améliorer d'une part la solvabilité et d'autre part apporter de la liquidité aux pays pour servir leurs dettes et financer les politiques d'ajustement. C'est le cas de la Troïka dans la récente crise de la zone euro. La Troïka désigne un plan de sauvetage issu de la collaboration entre le FMI, la commission européenne et la BCE. Quatre principes essentiels composent le plan (Flassbeck et Lapavitsas, 2015 ; Henning, 2017). Le premier consiste à éviter la faillite bancaire en approvisionnant en liquidités les banques par le biais de la BCE. Le deuxième principe de la Troïka vise à maintenir la capacité des pays débiteurs à financer leur économie. De ce fait, il met à disposition de ces pays des prêts d'urgence. Le troisième principe consiste en la mise en œuvre des conditionnalités de sauvetage définies par le plan qui permettraient de réduire la dette des pays. Il s'agit essentiellement de la dérégulation économique, de la privatisation et des politiques d'austérité budgétaire. La dernière composante est le contrôle de l'Union Européenne (UE) sur le respect de la discipline fiscale. Cela donne lieu à une modification de la constitution de l'UE. Le rôle du FMI dans le programme est d'assurer la stabilité financière.

Malgré l'injection d'un volume important de liquidité dans les économies de la périphérie de la zone euro, des annulations d'une partie de la dette de part et d'autre, l'impact du programme sur la réduction de la dette reste relatif. En effet, en réduisant le volume nominal de la dette des pays, les programmes ont dégradé la position extérieure des pays. Par exemple, entre 2011 et 2012, la dette grecque est passée de 355 milliards d'euros à 304 milliards d'euros avant de se stabiliser à 320 milliards d'euro (Flassbeck et Lapavitsas, 2015). Toutefois, le ratio d'endettement qui était inférieur à 160% en 2011 atteint près de 180% en 2014 (Clifton, Diaz-Fuentes et Gómez, 2018). Cette situation s'explique par le fait que les pays ont réduit la dette au prix d'une contraction économique. La réduction nominale de la dette voit apparaître un fort niveau de chômage, une contraction des salaires et une absence de croissance (Koenig, 2014 ; Lapavitsas et al., 2012 ; Semblano, 2012 ; Stolfi, 2013) qui vont contribuer à détériorer la position extérieure et les maintenir sous le programme. Les résultats ne diffèrent donc pas fondamentalement de l'initiative Brady.

Il résulte qu'à l'image des autres programmes de sauvetage, la prise en compte simultanée des problèmes de solvabilité et de liquidité ne permet pas de répondre efficacement

à la crise. En effet, ces programmes ignorent ou n'arrivent pas à considérer dans leur modèle le caractère spécifique (macroéconomique) de la dette souveraine qui est la source du surendettement. En effet, malgré la réduction de la dette des résidents, le stock de la dette faiblit peu ou pas du tout. Comme l'expliquent Berthélemy et Lensink (1995, p. 178, traduite), « *la réduction de la valeur nominale de la dette envers les banques et les créanciers officiels (réduction totale de la dette brute) semble être beaucoup plus faible que la réduction de la dette commerciale* ». Par exemple, au Mexique et au Venezuela, malgré la réduction de la dette commerciale, le stock de la dette a continué de croître (Berthélemy et Lensink, 1995 ; Monteagudo, 1995).

En somme, le service de la dette des résidents fait renaître d'autres engagements qui ne permettent pas une véritable réduction des encours de la dette. Le service de la dette dans ces conditions reproduit une nouvelle dette. Comme expliqué par Monteagudo (1995, p. 80, traduite), « *si l'on considère la combinaison de la réduction de la dette et du nouveau financement, la dette nominale du Mexique ne change pas. Le montant réduit par l'option des obligations à escompte, environ 6,7 milliards de dollars, est à peu près le même que celui des prêts nécessaires pour garantir les prêts accordés par les banques qui ont choisi l'option du nouveau financement* ». Cette reproduction de la dette dans le cas du Mexique exprime la duplication des paiements.

La présence de la dette pathologique dans les engagements des pays ne leur permet pas de sortir de la crise. Selon Devlin (1990), pour que l'initiative puisse permettre aux pays d'accéder au marché, il fallait que les ressources engagées dans le plan puissent permettre une réduction de 50% des charges de l'intérêt. De ce fait, même si le plan atteignait ses objectifs de 20%, il ne serait pas une franche réussite. Le cas du Mexique, considéré comme l'un des pays où le plan Brady serait efficace (van Wijnbergen, King et Portes, 1991), confirme cet argument. Une analyse de l'efficacité de l'initiative au Mexique montre que ce dernier a dû être exempté du paiement de la dette pathologique avant de sortir temporairement de la crise. En effet, environ 60% de la dette du Mexique ont été annulés dans le plan Brady. En plus de bénéficier de cette importante réduction dont le Mexique a bénéficié en 1990, les engagements restants ont été rééchelonnés jusqu'à 30 ans (World Bank, 1993). Cette annulation montre que le Mexique n'a plus à servir la partie dupliquée (pathologique) du paiement de ses importations nettes et des intérêts. En toute logique, le cas du Mexique semble être résolu de façon

temporaire. L'inefficacité des plans de sauvetage s'explique donc par la non prise en compte du caractère pathologique de la dette extérieure.

## **Conclusion**

Les crises de dette souveraine constituent de véritables menaces pour le système financier international. Cette situation a conduit les différents acteurs à conjuguer leurs efforts pour venir à bout de ce problème. Les stratégies de réduction de la dette des pays s'inspirent des théories d'endettement privé transposées à l'échelle des pays. Suivant ces théories, la crise de la dette s'expliquerait soit par l'insolvabilité des pays, soit par leur illiquidité ou les deux à la fois.

Selon les analyses, l'insolvabilité résulterait du refus des pays à honorer leurs engagements. En conséquence, la restriction du crédit rétablirait la solvabilité. Toutefois, une approche macroéconomique du phénomène montre que, même au niveau national, l'insolvabilité traduit un problème lors du processus de paiement. Dans ces conditions, en transposant le concept au niveau des pays, il est central d'évaluer la solvabilité avec la structure des paiements internationaux.

L'illiquidité d'un pays quant à elle, traduit l'absence des devises à sa disposition pour honorer ses engagements malgré la disponibilité des moyens. Elle serait donc le résultat du refus des marchés financiers à prêter au débiteur. Cependant, l'analyse macroéconomique montre que le problème de liquidité posé par les auteurs traduit plus une défaillance de la structure des paiements plutôt que de comportements dommageables. En effet, si les ressources sont disponibles dans un pays, celles-ci sont exprimées en monnaie domestique. Dans un véritable système de paiement, il suffirait qu'il y ait une institution émettant une monnaie à part entière pour transmettre ces ressources aux créanciers. Malheureusement, en l'absence de moyen de paiement international les pays sont contraints non seulement de produire les ressources nécessaires au service de la dette, mais aussi ils doivent emprunter les devises permettant de transmettre ces ressources.

Malgré l'insuffisance de ces théories à appréhender les causes structurelles de la crise de dette souveraine, elles constituent le point d'appui des programmes de sauvetage. Ainsi, à partir du début des années 1980, les programmes interprètent les crises comme étant dues à

l'insolvabilité des débiteurs. Dans ces conditions, les crédits accordés aux pays seront limités sur le marché afin de contraindre ces derniers à honorer leurs engagements. Ces restrictions conduisent massivement les pays à être défaillants sur leurs dettes.

L'échec de la régulation du marché à résorber le problème d'endettement conduit les acteurs à mettre en place d'autres programmes fondés sur une conception de la crise comme étant causée par l'illiquidité des pays. Connus sous le nom de plan Baker, ces programmes octroient massivement de liquidités aux pays tout en rééchelonnant certains engagements. Néanmoins, les mesures prises par ce programme n'ont pas permis de rétablir l'accès du marché aux pays débiteurs qui sont restés surendettés.

Cette situation amène les acteurs à interpréter la crise comme un défaut de liquidité et un problème de solvabilité simultanément. Les plans de sauvetage vont ainsi privilégier non seulement l'approvisionnement des pays en liquidités mais aussi, ils vont octroyer des annulations de dette de sorte à améliorer la solvabilité des pays. Ces programmes ne vont pas réduire également le niveau d'endettement des pays malgré la réduction de la dette de certaines unités résidentes.

Les conséquences sociales associées à ces programmes du fait des conditionnalités vont créer des instabilités politiques dans certains pays. En effet, malgré les politiques d'austérité mises en œuvre par les plans de sauvetage, l'inflation dans certaines économies va s'établir à trois chiffres. Cette situation va provoquer par le biais de la perte de pouvoir d'achat des mouvements sociaux qui mettront de la pression sur les autorités contraintes de prendre leurs distances (du moins officiellement) vis-à-vis des propositions des institutions de Bretton Woods (Carrasco, 1986 ; Sonnenblick, 1986).

En se démarquant des plans de sauvetage, les autorités de certains pays débiteurs vont mettre en œuvre des politiques d'inspiration hétérodoxe pour stabiliser leur économie. Qualifiées de « chocs hétérodoxes », ces mesures ont été mises en œuvre principalement en Argentine, au Pérou, au Mexique, au Brésil et en Israël pendant les moments forts de la crise de la dette extérieure (Amadeo, 1987 ; Cartier-Bresson, 1987 ; Kiguel et Liviatan, 1989, 1991). Elles visent principalement à stabiliser l'hyperinflation générée lors de l'application des programmes de réduction de la dette. Ces crises étant interprétées comme le résultat d'une libéralisation sauvage des économies, la stratégie consistera principalement à geler les prix, les salaires et les taux de change (Kiguel et Liviatan, 1989, 1991 ; Pastor, 1989 ; Salama, 1987).

Cette stratégie repose sur la théorie de l'inflation inertielle. Suivant cette approche, les mouvements de change généreraient des mouvements de prix. Dans ces conditions, en contrôlant uniquement le change et les salaires, « *les prix auraient continué à augmenter en raison des forces d'inertie qui détériorent les salaires réels et conduisent à une surévaluation de la monnaie* » (Kiguel et Liviatan, 1989, p. 18, traduite).

Les « chocs hétérodoxes ne réussiront toutefois à résorber ni l'inflation ni les problèmes économiques internes. En effet, la mise en œuvre de ces plans va provoquer l'élargissement du déficit public qui va décourager les investissements et par la suite générer une baisse de la production (Heymann, 1987 ; Manzetti et Dell' Aquila, 1988). La détérioration de la position extérieure engendrée par le programme fait augmenter la dette extérieure (Dornbusch et Cline, 1997 ; Frenkel, 1987). En plus, le coût du gel du change constitue une véritable source d'endettement extérieur.

Le point commun de tous ces plans à résorber le problème d'endettement souverain tient à la non prise en compte de la duplication des paiements extérieurs en tant qu'origine structurelle du surendettement des pays. Cette situation s'explique par le fait que ces programmes mettent l'accent sur les comportements plutôt que sur les problèmes structurels. Il apparaît donc que la prise en compte de la duplication des paiements est essentielle pour résorber structurellement le problème. En d'autres termes, la mise en place d'une réforme empêchant la malformation de la dette des pays est centrale pour résorber les crises de dette souveraine de façon définitive.



## **Chapitre 8 : Du surendettement à l'ordre des paiements extérieurs : quelle réforme locale à un problème global ?**

### **Introduction**

Malgré les multiples plans de sauvetage mis en œuvre en faveur des pays endettés depuis la crise de la dette souveraine au début des années 1980, les créanciers et notamment les institutions financières internationales continuent de chercher les recettes idéales pour éviter les crises d'endettement qui freinent l'intégration financière internationale. Le dernier des instruments mis en œuvre par le FMI est le “state-contingent debt instruments” (SCDIs) qui vient s'ajouter à de multiples instruments déjà existants (International Monetary Fund (IMF), 2017b). Cet instrument, comme tous les précédents, met l'accent sur la période idéale de restructuration de la dette en contrepartie d'une politique d'austérité qui permettrait de dégager les ressources nécessaires pour honorer la nouvelle clause. Il apparaît une fois de plus, que plutôt que de solutionner le problème à la racine, ce programme légitimise le surendettement des pays et partant les crises. Dans ces conditions, il reviendrait alors aux pays endettés et aux créanciers de s'adapter à cette « fatalité ». La non-prise en compte de l'origine structurelle de l'endettement dans les plans de sauvetage explique la pérennité des crises de dette extérieure dans le système monétaire international. La prise en compte de la structure de formation des engagements internationaux est essentielle pour résorber les problèmes d'endettement extérieur.

L'analyse de la structure du système monétaire international a montré que du fait du manque d'une véritable monnaie pour servir de véhicule dans les échanges entre pays, la procédure des paiements extérieurs est vicieuse. Dans ces conditions, les règlements supranationaux impliquent que l'économie doit céder la contrepartie réelle, mais que le pays en tant qu'ensemble se procure le moyen véhiculaire permettant de satisfaire l'aspect monétaire des paiements. Les paiements des déficits extérieurs pèsent alors doublement sur

les pays importateurs nets, d'où le surendettement. Cette découverte de Schmitt pose une question centrale relative aux programmes de réduction de la dette des pays : quel plan un pays peut-il mettre en œuvre pour empêcher son surendettement du fait de la défaillance structurelle des paiements extérieurs ?

L'objet de ce chapitre consiste à présenter à l'échelle d'un pays, une réforme prenant en compte cette structure défaillante des paiements internationaux et capable d'empêcher la formation double de leur dette extérieure. Cette réforme devrait également protéger les créanciers, en assurant à tout moment la solvabilité des débiteurs.

Le chapitre se compose de trois sections. La première section rappelle l'origine structurelle du surendettement des pays. Elle montre que les trois possibilités de paiement des déficits extérieurs qui se présentent à un pays conduisent toutes à une malformation de la dette de celui-ci. Dans la deuxième section nous présentons la réforme des paiements extérieurs au sein d'un pays conçue par Schmitt et Cencini. Elle explique que les pays se protègent de la duplication de leurs paiements en internalisant les dépenses extérieures de leurs résidents tout en assurant sur les marchés financiers internationaux le paiement des partenaires étrangers. La dernière section présente la mise en œuvre de la réforme et les avantages associés. Elle montre qu'en plus de la suppression de l'endettement pathologique, l'application de la réforme par les pays procure d'autres avantages aussi bien pour le pays réformé que pour les créanciers.

## **8.1. Le surendettement des pays en tant que résultat d'une défaillance de l'architecture monétaire internationale**

Il est largement reconnu que lorsqu'un pays importe plus qu'il n'exporte, il doit emprunter pour payer ses importations nettes. Tout paiement se caractérisant par deux aspects, les règlements extérieurs n'échappent pas à cette condition. Suivant l'opinion commune, malgré le double aspect des règlements extérieurs, le volume d'endettement extérieur d'un pays sur une période donnée serait exactement égal à son déficit extérieur. Les plans de sauvetage expérimentés jusque-là se sont fondés sur cette thèse d'endettement simple des pays. Si l'environnement international était un ensemble monétaire homogène, cette conclusion ne soulèverait aucun doute. Toutefois, cette interprétation simpliste de la dette extérieure est compromise devant une architecture monétaire internationale caractérisée par

des ensembles de monnaie hétérogène. Dans ces conditions, l'élaboration d'une réforme capable de résorber le problème d'endettement des pays nécessite la détermination de l'origine du surendettement en analysant la structure des règlements internationaux. Après analyse des paiements internationaux, Schmitt (2017, 2014, 2012, 2005, 1984b) et (Cencini, 2012c, 2017a, 2017b) montrent que le surendettement des pays est causé par la duplication du règlement des déficits extérieurs. Toute réforme cherchant à solutionner les crises d'endettement doit nécessairement cibler la malformation structurelle de la dette.

Dans l'actuel système monétaire international, trois possibilités se présentent aux pays qui s'engagent au paiement de leur déficit. Cette section rappelle, pour chacune des possibilités, le mécanisme de duplication afin de mieux définir les aspects des paiements qu'une réforme devrait cibler pour empêcher le surendettement au niveau d'un pays. Dans un premier point, nous retraçons le mécanisme de duplication par emprunt sur le marché financier. Dans un deuxième point, nous représentons la défaillance des paiements effectués sur le marché de change. Dans le dernier point nous expliquons, lors des paiements extérieurs, les mouvements de changes sont contenus grâce à la dette souveraine.

### **8.1.1. Le surendettement par emprunt lors du paiement des déficits extérieurs**

Les paiements extérieurs entre différents espaces monétaires présentent deux aspects distincts : un aspect réel et un aspect monétaire. Le paiement réel est la finalité des échanges extérieurs. Il s'aperçoit à travers l'identité de la balance des paiements. Suivant cette identité, les importations totales d'un pays sont égales aux exportations totales en chaque période. En d'autres termes, malgré le déficit extérieur, un pays ne peut importer des biens réels sur une période donnée sans céder en contrepartie des biens réels de même valeur. Quant à l'aspect monétaire des paiements, il traduit l'égalité entre les dépenses monétaires et les recettes à chaque période. Autrement dit, à chaque instant, les dépenses d'importations sont exactement égales aux recettes d'exportations.

Si l'équilibre des paiements est réalisé de part et d'autre, comment peut-on expliquer l'existence de déséquilibres extérieurs au sein d'un pays ? En présence d'importations nettes sur une période précise, le pays compense son déficit courant en cédant la propriété d'une partie de sa production future de sorte à élever le niveau des exportations à celui des

importations. Au niveau de la contrainte des paiements en termes monétaires, il y a une inégalité entre les dépenses que doit effectuer le pays et les recettes reçues des exportations. Dans ces conditions, le pays déficitaire doit emprunter la somme de devises nécessaires afin d'élever le niveau de ces recettes à celui des dépenses. Le prêt effectué par le reste du monde au pays du déficitaire constitue dans le paiement en avance de ses importations futures. Du côté de l'économie étrangère, il apparaît également grâce au prêt, ses dépenses sont égales à ses recettes. L'identité de la balance des paiements est établie à chaque instant des paiements. Dans ces conditions, une question reste posée à savoir comment les pays deviennent-ils surendettés malgré les différents règlements ?

Considérons un pays déficitaire noté *A* vis-à-vis du reste du monde *R*. Les paiements extérieurs du pays impliquent deux ensembles : les résidents d'une part et le pays en tant qu'ensemble souverain d'autre part. Au niveau des résidents, les paiements effectués à l'intérieur de leur économie ne diffèrent pas de ceux engagés hors de leur économie. En d'autres termes, les dépenses effectuées à l'intérieur comme à l'extérieur portent sur des revenus locaux générés par la production domestique. De même, que les paiements soient effectués par un résident ou par un non-résident, les exportateurs sont payés en la monnaie de leur économie.

Lorsque les importations sont égales aux exportations, aucun problème ne subsiste. Cette situation s'explique par le fait que les règlements en revenu domestique effectués par les résidents sont compensés par ceux reçus des exportateurs. Autrement dit, le revenu national perdu dans le paiement des importations est recouvert par les paiements reçus par les exportations d'autres résidents. Aucune pathologie ne subsiste ainsi, lorsque les importations sont égales aux exportations.

Toutefois, cet équilibre n'est qu'un accident dans les transactions internationales, car la règle c'est le surplus ou le déficit comme l'explique Kaldor (1964). Le règlement de ces déficits ne devrait pas également être source de dysfonctionnement. L'examen du règlement de déficit montre que les importations nettes font l'objet d'un double paiement. En effet, dans une situation de déficit extérieur, le manque d'exportation correspondant pour financer le surplus d'importation est problématique pour l'économie déficitaire. Le revenu domestique dépensé par les résidents ne peut parvenir au partenaire étranger qui désire être payé en devises. Or en dépensant son revenu domestique, l'économie renonce aux biens réels associés à celui-ci. Pour payer le partenaire en devises le pays en tant qu'ensemble souverain doit

intervenir. De ce fait, celui-ci s'endette sur le marché financier pour acquérir les devises nécessaires au paiement des exportateurs du reste du monde. Malgré la contrepartie (d'importation) à laquelle renoncent les résidents, les paiements réels n'atteignent le partenaire qu'au prix d'un endettement souverain. Il apparaît qu'à chaque importation nette, l'économie importatrice cède en contrepartie une certaine quantité de sa production de même valeur que son importation nette. C'est la loi de l'équivalence mise en avant par (Schmitt, 1975c) qui est traduite dans les transactions internationales par l'identité de la balance des paiements. En revanche, l'égalité entre la valeur cédée et la valeur demandée (importée) n'implique pas le paiement des exportateurs étrangers en devises du fait de l'absence d'une véritable monnaie internationale. Pour satisfaire cette contrainte, le pays déficitaire en tant qu'ensemble souverain est obligé de s'endetter.

Cet endettement vient s'ajouter à la valeur des revenus dépensés par les résidents (paiements en termes réels). Cette situation conduit au doublement de la charge de paiement des déficits extérieurs. Cette duplication est la conséquence de l'absence d'une monnaie supranationale qui servirait de véhicule monétaire dans les transactions internationales. S'il est vrai que les institutions financières internationales ne trouvent pas de dysfonctionnement dans la formation de la dette des pays, elles admettent tout de même la différence avec le système de paiement domestique. En comparant les paiements domestiques aux paiements internationaux, il apparaît implicitement que l'existence d'une monnaie internationale éviterait aux pays un endettement dans le but de transmettre le paiement positif de leurs résidents (Bank for International Settlements et International Monetary Fund, 2003). Le FMI (2003, p.1) explique effectivement que « dans de nombreux cas [(de paiements domestiques)], comme les achats au comptant que les ménages effectuent dans les magasins, il y a fourniture d'une valeur économique contre paiement immédiat, auquel cas aucun passif sous forme d'instrument de dette n'est créé ». Si au niveau national les pays ne sont pas soumis à un endettement pour échanger des valeurs économiques, l'endettement au niveau international permettant de véhiculer les valeurs économiques entre différentes économies constitue un vice fondamental qu'il faut corriger.

Une lecture de l'identité de la balance des paiements sur plusieurs périodes montre que dans une situation de régularité des paiements, le déficit extérieur des pays ne devrait pas être accumulé dans le temps et qu'aucun endettement ne devrait se former. En effet, l'identité macroéconomique de la balance des paiements établit qu'à chaque période, tout déficit

courant est payé en termes réels à travers la cession au pays partenaire de la propriété d'une partie de la production future. Dans ces conditions, à la période future, l'économie en surplus n'aurait plus qu'à profiter de la propriété des biens réels précédemment cédée par l'économie importatrice nette. Chaque engagement généré par les importations nettes devrait ainsi être honoré immédiatement et ne viendrait s'ajouter à aucun nouvel engagement. En conséquence, l'endettement de l'économie ne constituerait plus la somme des déficits extérieurs sur l'ensemble des périodes, mais le déficit de la période considérée.

Toutefois, du fait de l'inexistence d'une véritable monnaie internationale, la contrepartie réelle de l'économie déficitaire ne peut être transmise à celle en surplus instantanément comme le veulent les caractéristiques d'un vrai paiement<sup>120</sup>. De ce fait, le pays en tant qu'ensemble souverain doit s'endetter pour permettre la transmission des biens réels que cède son économie en contrepartie des importations nettes. Dans ces conditions, indépendamment de la production nationale et des biens réels échangés au niveau international, les pays se retrouvent avec des engagements souverains dont la finalité est d'acquérir des sommes de devises. Cette dette souveraine vient s'ajouter à celle 'ordinaire' de l'économie et contraint le pays à l'accumuler de période en période aussi longtemps que son économie n'arrive pas à dégager des exportations supplémentaires de même valeur pour la compenser. En d'autres termes, l'accumulation de la dette extérieure est la preuve visible de la duplication des paiements extérieurs. Le surendettement n'est que la conséquence de cette pathologie structurelle du système monétaire international.

### **8.1.2. La malformation de la dette lors du paiement des déficits extérieurs par le compte de réserves officielles**

Les réserves officielles peuvent être conçues comme une possibilité pour les pays d'acquérir les devises pour satisfaire l'aspect monétaire de leur paiement. En optant pour cette possibilité, le pays déficitaire voit le niveau de ses réserves baisser de la même valeur que le déficit extérieur. Les réserves étant par définition une partie des créances du pays vis-à-vis du reste du monde, cette option fait réduire ces dernières. Les effets de la baisse des créances extérieures sont identiques à ceux d'une augmentation de la dette c'est-à-dire qu'elles conduisent toutes à la détérioration de la position extérieure des pays. En l'absence de dette

---

<sup>120</sup> Confère chapitre 2.

souveraine, les paiements extérieurs pourraient faire baisser les réserves internationales, ce qui a le même effet qu'une augmentation de la dette.

Il apparaît qu'après paiement des importations nettes par le compte de réserve, le pays voit sa position extérieure se détériorer d'une part, et d'autre part le revenu national se contracte. Lorsque rien n'est fait pour empêcher la perte du revenu national, les entreprises domestiques se voient dans l'incapacité d'écouler le stock de biens réels associés à celui-ci et recouvrer les charges de production. La baisse de prix qui en résulte conduira les entreprises à réduire leur production ce qui provoque par la suite le chômage au sein de l'économie. Dans cette situation, les pays déficitaires se trouvent dans l'obligation d'emprunter pour rétablir le niveau de leur emploi. Sans un emprunt, les créances extérieures baissent et le pays perd une partie de son revenu national ce qui se traduira par une contraction du niveau d'emploi.

Conformément à l'identité de la balance des paiements, une analyse du paiement des déficits par le compte de réserves fait apparaître le coût double des paiements. En effet, étant donné que l'identité de la balance des paiements impose au pays importateur net de céder dans la période considérée une partie de sa production future à son partenaire en surplus, le déficit ne devrait pas s'accumuler. Lorsque le pays emprunte une seule fois pour financer le paiement de son déficit, il est contraint de puiser dans les réserves officielles pour satisfaire la seconde contrainte des paiements. Supposons que pour effectuer le paiement du déficit, le pays emprunte sur le marché financier la somme de devises nécessaire. En recevant cette somme, le pays dépense immédiatement pour effectuer les paiements en devises. Cette opération se traduit par une augmentation de la dette du pays sans que le niveau des réserves officielles n'augmente dans la mesure où la somme empruntée est immédiatement dépensée pour payer les importations nettes. Comme précédemment expliqué, cet emprunt s'interprète aussi comme le paiement en avance d'une partie des importations futures du reste du monde. Le pays déficitaire paie donc en termes réels ses importations nettes dès le moment où il bénéficie du prêt de R. Dès cet instant, le reste du monde devient le propriétaire des biens que l'économie A ne produira que dans une période future. En d'autres termes, le pays A cède dès la période de ses importations nettes une partie équivalente de ses exportations futures qui sont donc cédées par avance aux créanciers étrangers. En ayant entièrement payé ses importations nettes en termes réels, le pays A devrait pouvoir accroître ses réserves du montant des devises empruntées à R. Si cela était le cas, l'accroissement de la dette du pays A, dû à son emprunt auprès de R, serait balancé par un accroissement équivalent de ses créances, dû

au placement des devises obtenues par ses réserves. La réalité est moins généreuse : les devises empruntées doivent être versées aux créanciers étrangers, ce qui conduit inévitablement à la formation d'une dette extérieure nette pour le pays A considéré en tant qu'ensemble. Le paiement monétaire s'ajoute au paiement réel et multiplie par 2 le coût des importations nettes du pays déficitaire.

Malheureusement, dans un environnement d'échange sans un véritable moyen de paiement, les pays sont contraints d'accumuler la dette du fait de l'emprunt de l'instrument véhiculaire. Une observation structurelle de la dette montre effectivement que l'augmentation de la dette des pays ne se traduit pas par une augmentation proportionnelle du niveau des réserves officielles. Cette situation s'explique par le fait que le paiement des déficits extérieurs se traduit par une baisse cumulée du niveau des réserves officielles. Les chapitres 5 et 6 ont montré que le paiement des déficits entraîne la baisse des réserves et, en conséquence, une augmentation de la dette des pays déficitaires. Plus précisément, l'accroissement de la dette dû à l'emprunt extérieur du pays déficitaire n'étant pas compensé par un accroissement équivalent des réserves, la formation de la dette souveraine ne peut pas être évitée. Au lieu d'être incorporées dans les réserves du pays A, les devises empruntées sont dépensées dans le paiement monétaire des importations nettes. Le pays déficitaire souffre donc de la perte d'une partie de sa production future (paiement réel de ses importations nettes) et, de surcroît, de la perte des devises qui devraient accroître ses réserves (paiement monétaire de ses importations nettes). Apparemment justifiée par la nécessité de payer les exportateurs étrangers en devises, la deuxième perte est pathologique car elle s'ajoute au paiement réel effectué par les résidents de A. La logique voudrait que les exportateurs étrangers puissent être payés en devises sans que cela ne coûte rien au pays A : le paiement réel des résidents de A devrait être suffisant et devrait avoir lieu par l'intermédiaire d'un flux circulaire des devises obtenu gratuitement par le pays.

### **8.1.3. Le surendettement des pays sur le marché de Change lors des paiements extérieurs**

Lorsque les échanges sont effectués par l'intermédiaire du marché des changes, les économies déficitaires sont également soumises à une double charge. En effet, lorsque les pays devraient recourir au marché de change pour payer leurs importations nettes, ces dernières subirait une dépréciation (ou dévaluation) du taux de change. Cette dépréciation



viendrait s'ajouter à la dépense de revenu national qu'effectue les résidents. Après avoir cédé une partie de leur revenus domestiques, les pays déficitaires se trouvent dans l'obligation de défendre leur parité de change pour empêcher les effets pervers pouvant provenir de la dépréciation. Si selon l'approche dominante cette fluctuation prend sa source dans le déficit des pays, une analyse macroéconomique du phénomène montre qu'il s'agit d'une autre expression de l'aspect pathologique des paiements extérieurs.

Lorsque les résidents dépensent une partie de leur revenu domestique, ils renoncent par la même opération à la valeur économique associée à celui-ci. De ce fait, conformément à l'identité de la balance des paiements, la valeur économique cédée par les résidents est la contrepartie de leurs importations nettes de biens réels. Il y a donc une égalité parfaite entre les valeurs économiques échangées de part et d'autre. Dans ces conditions, il apparaît que l'économie déficitaire n'exerce donc aucune demande excédentaire relativement à l'offre de biens réels de l'étranger. Celle-ci ne devrait pas souffrir de fluctuations de son taux de change. Les importations nettes et les exportations nettes n'entraînent donc pas en soi une fluctuation de change comme démontré par l'analyse de Cencini (1995, 2000, 2015).

Toutefois, s'il est vrai que les déficits ou surplus extérieurs n'influencent pas les taux de change, d'où viennent donc les volatilités de change constatées sur les marchés financiers ? En comparant la nature des paiements monétaires au niveau national à celle qui caractérise les règlements extérieurs, l'origine des fluctuations apparaît aisément. En effet, dans les paiements nationaux, l'existence de la monnaie d'une tierce partie empêche que les monnaies des différentes banques commerciales ne soient une finalité des paiements. En d'autres termes, la monnaie banque centrale établit une relation de change absolue entre les monnaies secondaires et aucune ne survit à l'échange. Dans ces conditions, aucune d'elles ne peut exercer une demande excédentaire relativement à une autre.

Contrairement à cette caractéristique fondamentale des monnaies nationales, au niveau international, l'absence de monnaie d'une tierce partie altère cette relation absolue. En effet, alors qu'au niveau national les monnaies secondaires disparaissent pour laisser place à la monnaie de banque centrale, sur le marché de change, une monnaie nationale s'échange contre une autre. La monnaie constitue donc une finalité des opérations initiées sur le marché des changes et est demandée pour elle-même comme si elle avait de la valeur en soi. Les taux de change se caractérisent ainsi par des relations relatives de change ou de troc. Dans ces

conditions, tout échange sur le marché des changes entraîne une modification du prix de la monnaie relativement à une autre d'où la fluctuation de change.

Dans le présent système de change, lorsque les importations de biens réels d'un pays excèdent ses exportations, les pays sont soumis à une double charge. D'une part, à travers leur dépense de revenu national, les résidents paient en termes réels la contrepartie de leurs importations nettes. D'autre part, le pays est soumis à l'achat du moyen qui par définition est sans valeur. L'objet de cette seconde opération n'est pas constitué par des biens réels, mais par des devises. En l'absence de la monnaie d'un tiers dans les paiements, lorsque le pays importateur net se procure des devises sur le marché de change, cela provoque une dévaluation de son taux de change qui pourrait avoir des répercussions aussi bien au niveau national qu'international. Connue sous le nom de problème de transfert dans l'analyse de Keynes (1929c, 1929a, 1929b), l'opération pour acquérir les devises constituerait une perte de pouvoir d'achat qui se traduit par le chômage et partant le défaut des pays. Toutefois, les pays déficitaires évitent cette dévaluation grâce à un emprunt extérieur. Autrement dit, lors des importations nettes, les mouvements de change sont contenus grâce à la dette souveraine.

Il apparaît alors que si les paiements des importations nettes devaient s'effectuer par l'intermédiaire du marché des changes, les pays n'échapperaient pas au problème de la duplication de leurs règlements. La première charge est l'achat de l'unité de compte usurpant une valeur économique donc en tant que finalité des paiements. La seconde charge se reflète dans l'achat du bien réel qui justifie la finalité de toute transaction économique. Si le pays évitait l'emprunt extérieur, les paiements extérieurs seraient également pathologiques du fait des mouvements de change que ceux-ci engendreraient. Le succès de toute réforme au sein d'un pays s'appréciera non seulement dans sa capacité d'empêcher la duplication des paiements extérieurs, mais aussi de maintenir le taux de change stable. En d'autres termes, il s'agira d'empêcher que la monnaie nationale ne devienne une finalité dans les échanges.

En somme, le paiement du déficit extérieur se caractérise par une double charge sur l'économie et le pays en tant qu'ensemble. En plus de perdre immédiatement la propriété de leurs ressources, les pays déficitaires sont obligés de s'endetter pour satisfaire l'aspect monétaire des paiements. En d'autres termes, dans leur règlement de déficit extérieur, les pays ajoutent aux paiements positifs effectués par leurs résidents (dépense de revenu domestique) un paiement en devises qui les obligent à emprunter. Ces paiements sont pathologiques, car les pays sont contraints d'acheter en plus des biens réels, la monnaie qui permet de véhiculer

ces biens et qui serait fournie gratuitement s'il existait une banque supranationale. Cette pathologie est la source de l'instabilité monétaire internationale et appelle une correction impérative au risque de pénaliser les échanges internationaux et le marché financier. Si cette pathologie impose la réforme des paiements qui nécessite une coopération globale, l'attente d'une telle coopération reste hypothétique. Il est donc essentiel pour les pays de se protéger individuellement contre ce désordre monétaire, ce qui pourrait stimuler la réforme au niveau international.

## **8.2. La réforme des paiements extérieurs des pays endettés**

L'incapacité des différents plans de sauvetage mis en œuvre par les pays et les institutions de Bretton Woods à résorber de façon pérenne les crises d'endettement tient essentiellement à la non-prise en compte des dysfonctionnements structurels qui sont à l'origine de celles-ci. En effet, des plans proposés par l'analyse conventionnelle aux "chocs hétérodoxes", les questions conjoncturelles ont été la cible recherchée par les politiques mises en œuvre. Si pour les approches orthodoxes la réduction du déficit budgétaire est une nécessité pour réduire la dette des pays et partant rétablir l'ordre sur les marchés financiers internationaux, les analyses d'inspiration hétérodoxe soutiennent qu'une meilleure solution implique la stimulation de la production nationale qui permettrait aux pays de dégager suffisamment de ressources pour honorer leurs engagements. Il n'y aurait donc de « salut » que par l'ajustement de la politique budgétaire. Bien qu'atténuant les effets de la crise, ces recommandations ne sont pas satisfaisantes car elle s'attaque aux symptômes tout en laissant la « tumeur » : le double paiement des déficits extérieurs. Comme l'explique Schmitt (2017, p. 159), « *le problème de la crise de la dette extérieure ne peut être imputé aux résidents importateurs, même s'ils font partie du secteur public* » (notre traduction). La réforme de l'environnement monétaire international dans lequel les pays sont situés serait de ce fait capital pour trouver la solution au problème.

S'il est vrai que la problématique structurelle ne peut se résorber que par une réforme du système monétaire international qui implique la collaboration de tous les pays du monde, les pays en crise d'endettement peuvent toutefois réformer le paiement de leur déficit avec l'extérieur afin de se protéger contre toute malformation de la dette. Après avoir exposé le

principe de la réforme du règlement des déficits extérieurs d'un pays pris isolément, cette section présente les principales étapes que celui-ci implique.

### 8.2.1. Les principes de la réforme

Comme nous avons montré dans la précédente partie, le surendettement des pays qui est à l'origine des crises d'endettement vient de l'absence d'une véritable monnaie internationale à part entière, ce qui conduit à la duplication du paiement des déficits extérieurs. Dans ces conditions, les mesures que peut mettre en place un pays pris isolément doivent avoir pour objectif d'empêcher cette malformation de sa dette extérieure afin de consolider sa position financière internationale. Le « plan Schmitt » s'inscrit dans cette perspective. Plusieurs principes fondent cette réforme.

Le premier vise à contrebalancer l'effet pervers de la duplication. En effet, la réforme proposée par Schmitt (2014, 2017) et Cencini (2017a) est constituée d'un ensemble de mesures visant essentiellement à neutraliser l'accumulation excessive de la dette engendrée par la duplication du règlement des déficits extérieurs dans le cas d'un pays isolé. Le principe de base de la réforme est donc de contrecarrer l'aspect pathologique dans la formation de la dette du pays. Étant donné que les règlements d'un pays pris isolément sont soumis à un environnement qui lui impose la malformation de sa dette, la réforme de ce fait ne peut que chercher à contrebalancer l'effet de la formation pathologique de la dette.

Cet objectif est essentiel pour deux raisons. La première est que l'échec des plans d'inspiration orthodoxe à contenir les déséquilibres extérieurs tient à la non-prise en compte de l'aspect pathologique des paiements internationaux. Comme l'expliquent Cencini et Rossi (2015, p. 245), « *toute réforme qui tenterait d'éviter la duplication sans neutraliser l'emprunt extérieur net [du pays] serait vouée à l'échec* » (notre traduction). La seconde raison est que la non-prise en compte de cette défaillance structurelle a conduit à l'échec des « chocs hétérodoxes » lors des crises d'endettement des années 1980, qui ont essayé de contenir par exemple la fluctuation de change (qui est un composant de la duplication) à travers de mesures conjoncturelles sans pour autant réussir à neutraliser les emprunts extérieurs. En conséquence, malgré leurs efforts consacrés à la réduction du déficit budgétaire, les économies se sont trouvées dans un processus d'hyperinflation (chômage sévère) du fait de la dépréciation continue de change. Le manque de neutralisation de la dette pathologique s'est manifesté

par un chômage qui constitue un coût des paiements extérieurs. Le premier principe de la réforme est donc de stériliser l'aspect pathologique des paiements.

Enfin, l'un des effets caractéristiques des conséquences de la duplication est la perte du revenu domestique qui conduit les pays à emprunter doublement. Le deuxième principe de la réforme suivant Schmitt (2014, 2017) et Cencini et Rossi (2015) consiste donc à empêcher cette perte de revenu. Ce principe est la conséquence du premier principe. Pour neutraliser effectivement l'effet de l'emprunt pathologique, le pays déficitaire doit neutraliser l'effet des dépenses en revenu domestique. Comme énoncé par Schmitt (2014, p. 53) « *l'une des règles de la réforme est de neutraliser d'une manière ou d'une autre les dépenses internationales de l'économie nationale de manière à rendre les importations assimilables à des échanges entre résidents* » (nous traduisons). En d'autres termes, il consiste à internaliser les dépenses de revenu domestique dans les paiements extérieurs comme l'expliquent Cencini et Rossi (2015).

Contrairement aux principes des plans de sauvetage mis en œuvre jusqu'ici et qui consistent à restreindre les importations et/ou à stimuler les exportations<sup>121</sup>, la réforme a pour précepte la préservation du laissez-faire (en termes d'échange entre pays) des pays afin de permettre à chacun d'eux d'importer à la limite de leur besoin et d'exporter à la limite de leur capacité. L'objectif suprême des analyses sur les monnaies supranationales est sans doute de lever les obstacles qui freinent l'expansion du commerce international donc les contraintes à l'importation et à l'exportation des pays (Lavoie, 2015b, p. 5 ; Schumacher, 1943). Par exemple, pour Keynes (1980, p. 45), l'objet de la mise en place d'une monnaie supranationale est de permettre aux pays « *la substitution d'une pression expansionniste, au lieu d'une pression contractionniste, sur le commerce mondial* » (nous traduisons). Autrement dit, en plus d'être inefficaces pour un meilleur désendettement des pays, pour Keynes, les restrictions imposées à ces derniers pénalisent les échanges internationaux. Cette situation est contraire à l'objectif central recherché par les institutions de Bretton Woods qui est de « *[f]aciliter l'expansion et l'accroissement harmonieux du commerce international et contribuer ainsi à l'instauration et au maintien de niveaux élevés d'emploi et de revenu réel et au développement des ressources productives de tous les États membres, objectifs premiers de la politique économique* » (Fonds Monétaire International (FMI), 2011). Ce troisième principe permet

---

<sup>121</sup> Pour de nombreuses analyses, si les importations sont la principale cause des crises d'endettement, la crise d'endettement extérieur est analysée par certains auteurs (Astley et al., 2009 ; Borio et Disyatat, 2010) comme tirant sa source dans les exportations des pays excédentaires. Suivant ces auteurs, la réduction des exportations de ces pays est essentielle pour réduire le déséquilibre extérieur.

donc d'éviter que le pays ne subisse, en vue du paiement de sa dette, des politiques austères afin de réduire ses importations. Il est alors avantageux pour les partenaires du pays réformé qui peuvent préserver le volume de leurs exportations potentielles. Selon Keynes (ibid.), lorsque le pays endetté et ses partenaires « *se sentent libres des pressions excessives, le volume des échanges internationaux sera accru et chacun pourra plus facilement rétablir l'équilibre sans nuire à son niveau de vie* » (nous traduisons).

L'originalité de ces principes, tels que définis par Schmitt (2012, 2014), Cencini (2012, 2017b) et Cencini et Rossi (2015), tient essentiellement à leur démarcation des réformes au fondement microéconomique proposées pour résorber un déséquilibre structurel. Les réformes fondées sur des modèles d'analyses conjoncturelles soutiennent effectivement que la crise d'endettement extérieur traduit un niveau de vie des pays qui excède leurs moyens, de ce fait la limitation des importations et/ou des exportations des résidents des différentes économies serait idéale pour rétablir l'équilibre extérieur et honorer les engagements souverains. En tant que problème macroéconomique, ces mesures semblent vicieuses dans la mesure où en plus de comprimer les économies, elles détériorent la solvabilité des pays et contribuent à l'instabilité des marchés financiers. Dans ces conditions, toute réforme doit avoir pour principe de conforter la solvabilité des pays. La réforme va ainsi se fonder sur l'identité macroéconomique en permettant aux pays « *de transformer les paiements domestiques au profit du reste du monde en des paiements effectués entre résidents* » (Cencini, 2017b, p. 8; notre traduction). Ce dernier principe est le principe du paiement instantané des importations nettes du pays réformé. Par exemple, l'un des objectifs recherchés par les réformes classiques, mais non atteint était de procéder à des sanctions contraignant les pays à payer immédiatement leur dette sans coût et ni risque de défaut. En respectant ce principe, la réforme atteint sans contrainte cet objectif, car elle permettra au pays endetté de payer immédiatement la dette dès sa formation comme expliquée par Schmitt.

L'application de ces principes nécessite certaines réformes des institutions et des mécanismes classiques de paiement du pays avec le reste du monde. Ainsi, à l'image des différents départements des banques nationales s'occupant d'un aspect particulier des opérations bancaires domestiques (l'intermédiation monétaire et l'intermédiation financière), Schmitt (2014, 2017), Cencini (2017b) et Cencini et Rossi (2015) soutiennent la création d'un Bureau qui s'occupera exclusivement du paiement des transactions entre l'économie et le reste du monde. Le rôle du Bureau consistera en l'application des principes de la réforme. De ce

fait, il s'agira pour le bureau d'assurer que les paiements extérieurs des déficits ne lèsent d'aucune manière l'économie nationale. En d'autres termes, la nouvelle institution doit non seulement s'interposer entre le reste du monde et le pays en tant qu'ensemble, mais aussi d'effectuer les paiements extérieurs des résidents. L'institution appelée "Bureau" par Schmitt et Cencini aura donc deux composants : un département national et un département extérieur.

### 8.2.2. Le département national

Le département national a pour objet d'assurer la régularité du paiement extérieur dans l'économie domestique. En d'autres termes, via son département national, « *le Bureau collecterait tous les paiements effectués par les importateurs et veillerait au paiement des exportateurs [domestiques]* » (Cencini, 2017b, p. 8, notre traduction). Dans ces conditions, contrairement à l'architecture actuelle des paiements extérieurs, les dépenses des importateurs s'effectuent désormais sur le bureau et non sur l'exportateur étranger ou sur le marché de change. Les exportateurs du pays ne sont plus à leur tour payés directement par les importateurs étrangers, mais par le bureau via son département national. Ainsi, comme expliqué par Schmitt (2014, p. 54, 2017, p. 160), cette réforme permet de redéfinir la dette des importateurs, auparavant définie en monnaie étrangère<sup>122</sup>, en monnaie nationale et le bureau devient leur créiteur principal. Vice versa, elle permet de définir les droits des exportateurs en monnaie domestique en transformant le bureau en l'unique débiteur des exportateurs.

Sans être suffisante, cette étape de la réforme est importante, car elle constitue une condition nécessaire pour « qu'aucun moyen de paiement en monnaie domestique ne fasse l'objet d'un prêt étranger » (Schmitt, 2014, p. 54; notre traduction). L'une des défaillances de l'architecture actuelle des paiements est d'avoir transformé les monnaies en finalité de paiement. Dans ces conditions, l'objectif de toute réforme rigoureuse visant à rétablir l'ordre monétaire international doit obligatoirement empêcher la marchandisation de toute monnaie dans les transactions internationales (Schmitt, 2014, 2017 ; Cencini, 2017b ; Cencini et Rossi, 2015). En conséquence, cette étape de la réforme reste cruciale pour atteindre l'objectif ultime

---

<sup>122</sup> La dette des importateurs est définie en devises, car pour payer leurs partenaires, les importateurs doivent se procurer des devises. Ces devises sont acquises grâce à une dette du pays déficitaire qui vient s'ajouter à la dépense de revenu des exportateurs. La contrainte de paiement en devise n'incombe plus aux importateurs, mais aux bureaux.

qui est l'établissement de l'ordre monétaire international dans les paiements extérieurs du pays.

Lorsque les importations sont égales aux exportations, les exportateurs sont payés par le revenu dépensé par les importateurs. En cas d'égalité entre les importations et les exportations, les résultats de la réforme ne diffèrent pas de ceux du régime de paiement actuel. Toutefois, il y a une différence fondamentale entre les procédés empruntés pour aboutir à ce résultat identique. Dans la réforme, l'égalité entre les importations et les exportations permet une destruction régulière du revenu domestique, car le bureau transforme la dépense extérieure de revenu domestique en dépense intérieure. Ainsi, les produits importés viennent se substituer parfaitement aux produits exportés au sein de revenus nominaux inchangés (Schmitt, 1984b). Comme expliqué par Schmitt (2017, p. 161, notre traduction), « *concernant l'égalité entre les achats et les ventes dans les transactions internationales effectuées par les résidents des secteurs privés et publics, les revenus en monnaie [du pays déficitaire] qui sont dépensés sont également gagnés : leur perte et leur gain s'additionnent donc à zéro* ».

Cependant, dans le SMI actuel, ce résultat est atteint au prix d'un accommodage vicieux. En effet, lorsqu'un pays donné exporte une certaine valeur de sa production nationale, les banques émettent de la monnaie nationale en contrepartie des devises obtenues des importateurs étrangers. Cette monétisation des devises présente des effets inflationnistes, appelés profits d'inflation par Schmitt, puisque chaque unité de monnaie nationale émise vient diluer la teneur du revenu domestique en biens réels<sup>123</sup>. Pour payer leurs importations, les résidents vont dépenser une partie de leur revenu national de même valeur que les exportations. Cette monnaie sera convertie pour effectuer le paiement final des exportateurs étrangers. Il apparaît que malgré l'égalité entre les importations et les exportations, dans l'actuel régime de paiement, les exportateurs sont payés par une création monétaire supplémentaire. Comme l'exprime Schmitt (1984, p. 23), dans la présente architecture des paiements extérieurs, « *les banques monétisent deux fois le produit exporté, d'abord par le paiement des coûts de production et, en plus, par création de monnaie nationale contre devises* ». Si dans le non-système actuel tout paraît comme si les exportateurs sont payés par les importateurs, la réforme concrétise cette vision en mettant en place un mécanisme au niveau du département national dans lequel « *les exportations sont payées au moyen d'un*

---

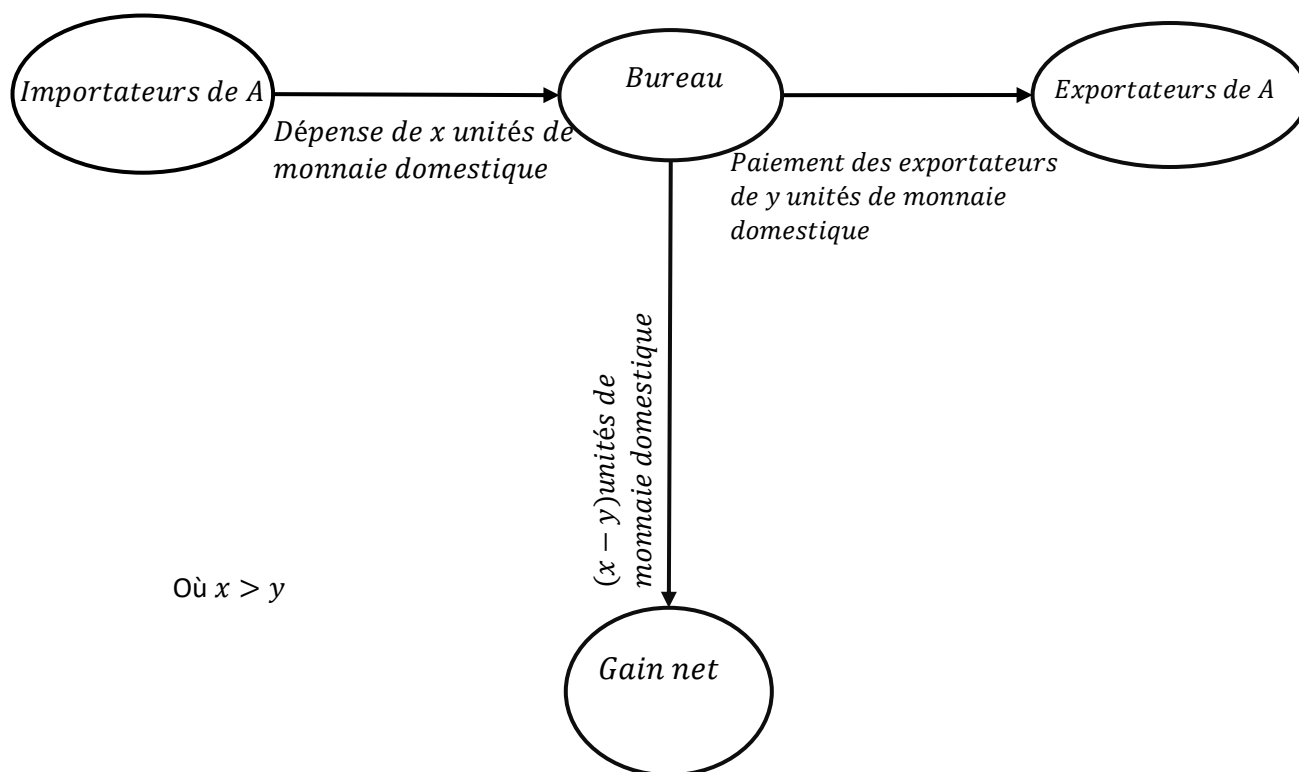
<sup>123</sup> Le chapitre 6 traite des effets inflationnistes des paiements extérieurs.



*prélèvement dans les revenus déjà existants, formés dans la production nationale »* (Schmitt, 1984, p. 24).

Toutefois, la règle générale des transactions internationales étant le déséquilibre comme l'affirme Kaldor (1964), la différence entre le SMI actuel et la réforme apparaît aussitôt lorsqu'il s'agit du paiement des déficits extérieurs. Nous analysons principalement la situation d'un pays en position déficitaire due au fait que les engagements générés par le règlement des importations sont doubles. En conséquence, ces pays ont un urgent besoin de réformer leurs paiements extérieurs. Nous examinons également une position excédentaire qui peut être une position ponctuelle dans les pays en proie à la crise.

**FIGURE 8-1: INTERNALISATION DES PAIEMENTS EN REVENU DOMESTIQUE**



Dans le régime de paiement actuel, lorsqu'un pays importe plus qu'il n'exporte, il est soumis à une double contrainte de financement de son déficit extérieur. En plus de céder une partie de sa production domestique, sa contrainte de paiement des exportateurs en devises est satisfaite grâce à un nouvel emprunt. Nous avons montré que, sur le marché des changes

également, la nature relative des taux de change dans le système monétaire actuel transforme le rôle de monnaie en tant que moyen de paiement en une finalité des paiements. Dans ces conditions, le paiement du déficit extérieur impose d'une part l'achat de monnaie (devise) comme une marchandise et d'autre part, l'achat de biens réels qui est l'objectif final de toute transaction. Ce dysfonctionnement fait ainsi perdre injustement au pays une partie de son revenu domestique ce qui exerce une pression déflationniste sur son économie. L'objet de la réforme est donc d'empêcher cette nature déflationniste du paiement des déficits extérieurs du fait de la perte de revenu domestique lors de sa dépense pour l'achat de produits étrangers par les résidents.

Lorsque les importations dépassent les exportations, cela signifie que les paiements des résidents en faveur du Bureau par le biais de son département national sont supérieurs à ceux effectués par ce dernier envers les exportateurs. La différence entre les paiements reçus et les paiements effectués par le Bureau constitue un gain pour celui-ci comme représenté par la Figure 8-1. Ce gain constitue un avantage essentiel de la réforme, car dans le système monétaire actuel, l'économie déficitaire est non seulement dépossédée de ce gain, mais aussi, le pays en tant qu'ensemble souverain se retrouve endetté. Le gain est la conséquence de l'internalisation des dépenses domestiques qu'effectue le département national du Bureau. Ainsi, avec la réforme, aucun revenu national ne peut être perdu par l'économie lors des paiements extérieurs et de ce fait, l'un des besoins de financement disparaît notamment celui qui permet la reconstitution de l'emploi domestique. Comme l'affirme Schmitt (2014, p. 54), ce résultat est atteint, car « *aucun acheteur et aucun prêteur à l'étranger ne peut inclure une somme de monnaie [nationale] (...) parmi ses crédits dans un pays [déficitaire]* » (notre traduction). Il reste maintenant à déterminer si le gain obtenu par le Bureau est final ou non. En d'autres termes, il s'agit de déterminer si le gain ne serait pas affecté dans la suite du processus de paiement.

Une analyse des différentes possibilités de perte du gain de revenu domestique à l'échelle nationale montre que celui-ci est final. Deux situations pourraient faire perdre le gain réalisé par le département national. D'abord, lorsqu'au cours de la période étudiée des dépenses supplémentaires interviennent, celles-ci pourraient engager le gain. Toutefois, étant généré par la différence entre les dépenses effectuées par des importateurs et les paiements destinés aux exportateurs par le Bureau, le gain n'est affecté par aucune dépense future liée aux paiements extérieurs aussi longtemps que le pays demeurera importateur net (Schmitt,

2014, 2017). Or sur la période étudiée, les résidents du pays concerné dépensent plus que les exportateurs de ce dernier n'exportent donc plus qu'ils ne sont payés. Le déficit sur la période n'étant pas corrigé comme l'explique Schmitt (2014), aucun processus supplémentaire de paiement extérieur à l'échelle nationale n'affecte le gain du bureau. Aussi, le gain venant de la déduction du paiement des exportateurs nationaux qui est final, il n'est pas affecté par les paiements sur la période étudiée.

En outre, pour que le gain en revenu domestique soit final, il est essentiel de s'assurer que celui-ci n'est pas engagé dans les opérations de paiements extérieurs de la période future (en cas d'excédent ou de déficit extérieur). L'analyse de ces opérations de paiements de la période future montre que le gain reste intact, quel que soit le signe de la position extérieure du pays (Schmitt, 2014). En effet, lorsqu'après son déficit le pays réalise une exportation nette la période suivante, le paiement du Bureau vers les exportateurs domestiques va dépasser les dépenses des résidents envers le Bureau. Cette situation pourrait conduire l'institution à reporter les gains passés pour faire face à sa dépense excédentaire. Nonobstant le solde courant positif, aucune partie du gain précédemment réalisé n'est affectée à la période future par le paiement des exportateurs domestiques. De fait, en cas d'exportations nettes ponctuelles du pays, cela signifie que son économie est importatrice de titres financiers. En d'autres termes, les exportations nettes supposent qu'une partie des revenus domestiques est épargnée par les résidents. Le Bureau internalisant les mouvements de capitaux, une partie de l'épargne nationale destinée à l'achat des titres financiers du reste du monde est prélevée par le département national. Cette épargne permet de payer les exportateurs nationaux<sup>124</sup>. Comme l'exprime Schmitt (1984b, p. 280), « *[c]haque [monnaie nationale] gagnée[e] par les exportateurs est prélevé (par le Bureau) sur la masse des revenus nationaux offerts sur le marché financier intérieur* ». Autrement dit, « *dans les exportations commerciales nettes, l'épargne du pays sera gagnée, en monnaie nationale, par le [Bureau]. Le Reste du Monde recevra néanmoins son plein paiement, car l'Etat refoulera à l'extérieur (au bénéfice des créanciers) les devises gagnées dans les exportations commerciales nettes* » (Schmitt, 1984b, p. 91).

Quel que soit le coût supporté par le reste du monde en situation d'exportation nette du pays, le bénéfice du pays reste intact comme soutenu par Schmitt (2014, 2017) et Cencini

---

<sup>124</sup> La suite de l'opération reviendra au département extérieur du Bureau. Celui-ci s'assurera définitivement que les importations de titres des résidents ne fassent pas de la monnaie nationale un objet des paiements.

(2017b). Le gain de la période précédente reste donc intact. En plus, comme indiqué par Schmitt (2014), étant donné qu'à la période future les exportations constituent une partie de la production nationale, le règlement des exportateurs ne réduit pas le revenu domestique et conséquemment le gain précédemment réalisé par le Bureau. Si le solde courant est déficitaire à la période future également, le gain précédemment réalisé augmente de la valeur du déficit. Avec un solde courant équilibré, le gain reste intact. À la période future, rien ne fait réduire les gains que réalise le Bureau.

À moins que le gain échappe au Bureau dans le processus de paiement à l'extérieur de l'économie, il est final à l'issue du processus d'internalisation de la dépense de revenu domestique. Le gain sera définitivement final pour le pays lorsqu'il n'est pas engagé dans les règlements entre le Bureau et les importateurs et exportateurs étrangers. De ce fait, pour que le gain soit final dans la relation entre le Bureau et le reste du monde, la réforme devra garantir que « les achats à l'étranger des résidents du pays [déficitaire] seront des crédits zéro pour le [reste du monde] » (Schmitt, 2017, p. 153). En d'autres termes, il s'agit de faire en sorte que la réforme évite que la monnaie domestique soit un objet d'échange hors de l'économie et que les exportateurs du reste du monde soient “positivement” payés par les résidents. Ainsi, la création d'un second département s'impose pour satisfaire cette nouvelle contrainte.

### **8.2.3. Le département des paiements extérieurs**

Dans cette première étape fonctionnelle de la réforme consistant à internaliser les dépenses extérieures en revenu domestique des résidents, il faut encore tenir compte du paiement en devises des exportateurs du reste du monde et du règlement effectué par les importateurs étrangers. À travers son département extérieur, pour finaliser les paiements extérieurs, le Bureau se chargera, comme au niveau des paiements en revenu domestique, de recevoir les paiements des importateurs étrangers et d'effectuer le paiement des exportateurs du reste du monde.

Lorsque les importations sont égales aux exportations, les devises obtenues par le département extérieur en paiement des exportations nationales (en devises) sont utilisées pour payer les exportateurs étrangers. Cependant, lorsque le pays importe plus qu'il n'exporte, les paiements du Bureau en faveur des exportateurs étrangers sont supérieurs à ceux qu'il reçoit des importateurs du reste du monde. Dans ces conditions, le département extérieur va d'abord

payer les importations compensées par les exportations, en versant les devises reçues des importateurs étrangers aux exportateurs du reste du monde. Cette opération ne donne lieu à aucune irrégularité dans la mesure où elle ne fait que transformer les paiements extérieurs en faveur des exportateurs domestiques (qui sont déjà payés en monnaie domestique par le département national) en paiement des exportateurs du reste du monde. Toutefois, à cette étape, les importations nettes ne sont pas encore payées et devront être satisfaites par le département extérieur.

Deux étapes sont nécessaires pour le paiement des importations nettes pour empêcher que celles-ci ne coûtent doublement aux économies. Comme soutenu par Schmitt (2014, p. 54), Cencini (2017b) et Cencini et Rossi (2015), si « *le Bureau souverain devait simplement s'interposer entre l'économie nationale du [pays excédentaire] et celle du [pays déficitaire], rien ne changerait fondamentalement, car le [pays excédentaire] pourrait toujours, comme il le fait aujourd'hui, transformer ses avoirs en monnaie du [pays déficitaire] en un montant équivalent en monnaie du [pays en surplus]* » (notre traduction). Pour Cencini et Rossi (2015, p. 247), « *l'intervention du Bureau en tant qu'intermédiaire [simple] ne modifie pas substantiellement ce qui se passe réellement dans le non-système de paiements internationaux existant* » (notre traduction).

Aussi, en faisant une simple intermédiation, le Bureau ne peut empêcher la perte de la somme de monnaie gagnée par le département national, car les paiements domestiques en monnaie domestique ne seront pas déconnectés des paiements extérieurs, mais seraient définis en devise (Schmitt, 2014, p. 54). En effet, le prêt qu'il obtiendrait d'une telle intermédiation pour payer les importations nettes aura pour contrepartie le gain réalisé en monnaie nationale. En conséquence, si le Bureau est un simple intermédiaire, son gain en monnaie domestique est approprié par le reste du monde comme objet de la dette du pays qui est source de la duplication des paiements. L'objectif ultime de suppression de cette duplication du Bureau ne peut être donc atteint par une simple intermédiation entre les paiements domestiques et les paiements extérieurs. De ce fait, au-delà de la simple intermédiation du Bureau, « il est nécessaire et essentiel que le Bureau annule d'abord tous les crédits étrangers pour les importations de son économie nationale » (Schmitt, *ibid.* ; notre traduction) et ensuite de satisfaire la contrainte du paiement monétaire des exportateurs étrangers. Ainsi, dans le processus de paiement des importations excédentaires à l'étranger, le Bureau devra dans un

premier temps emprunter et prêter à l'extérieur et par la suite effectuer le paiement monétaire des exportateurs étrangers.

### **8.2.3.1. Le prêt du Bureau**

Après avoir internalisé les paiements extérieurs de ses résidents en revenu domestique, il apparaîtrait comme une évidence qu'il suffirait pour le bureau d'emprunter la somme de devises manquant au paiement des exportateurs étrangers et la contrainte de paiement extérieur est satisfaite. Si le bureau emprunte pour effectuer immédiatement le paiement des exportateurs étrangers, le bureau ferait une simple intermédiation. De ce fait, avant de payer monétairement le reste du monde, le bureau doit prêter au pays excédentaire. Ce prêt est essentiel pour atteindre pleinement les objectifs de la réforme. Contrairement aux programmes expérimentés jusque-là, il constitue l'une des principales originalités de ce plan. Plusieurs raisons justifient la nécessité de ce prêt indispensable qui permet d'éviter la duplication des paiements extérieurs.

La première raison qui justifie le prêt du pays déficitaire est qu'il lui permet de devenir définitivement propriétaire de la somme de monnaie gagnée par le département national. En effet, comme établi par le théorème de la dette, la duplication des paiements extérieurs est générée par le paiement en devises qui vient s'ajouter au paiement en revenu domestique des résidents. Les paiements en devise n'étant pas sous le contrôle du pays déficitaire, la réforme devra donc se focaliser sur la protection du revenu domestique afin d'éviter les paiements pathologiques. Selon Schmitt (2014, p. 57), si le pays déficitaire se contente d'emprunter uniquement sans prêter, « il ne deviendrait certainement pas propriétaire de l'équivalent en monnaie nationale de la valeur de ses importations nettes, au profit de son Bureau puis de son gouvernement » (nous traduisons). En prêtant au pays excédentaire, le pays déficitaire se protège de la perte du gain en revenu domestique. Pour Cencini et Rossi (2015), la protection du gain en revenu domestique impose le déliement entre les paiements en revenu domestique et les paiements en devise. La perte de revenu domestique dans les paiements extérieurs étant engendrée par la transmission de la dépense des résidents à leurs partenaires étrangers, la déconnexion entre les dépenses en revenu domestique et les paiements en devises permet d'éviter la perte de revenu domestique. C'est pourquoi pour Cencini et Rossi (2015, p. 247; notre traduction), « *si le Bureau devait agir comme simple intermédiaire entre les résidents du [pays déficitaire] et du [pays excédentaire], c'est-à-dire s'il était chargé de convertir leur*

*paiement en monnaie du [pays déficitaire] en un paiement en [devises] au profit du [pays excédentaire], aucun gain net ne serait jamais réalisé par celui-ci » par contre, « si le Bureau doit obtenir comme pur gain<sup>125</sup> la somme de revenu dépensé en excès par les résidents du [pays déficitaire], le paiement du [pays en surplus] ne doit pas être effectué au moyen d'un emprunt extérieur net, et aucun lien direct ne doit exister entre le paiement en monnaie du [pays déficitaire] et le paiement [en devises] ».*

Si le prêt doit déconnecter les règlements en revenu domestique de ceux en faveur du reste du monde, il ne peut pas être libellé en monnaie nationale, mais en devise. Dans ces conditions, le pays devra emprunter la somme de monnaie étrangère nécessaire sur le marché financier et la prêter immédiatement. Il apparaît que, d'une part, l'emprunt fait augmenter la dette du pays et d'autre part le prêt fait augmenter les créances vis-à-vis du reste du monde. De ces deux effets contraires générés par l'opération, il résulte une charge nette associée nulle sur le département extérieur. En d'autres termes, cette opération du Bureau permet de neutraliser ou supprimer gratuitement une des charges<sup>126</sup> de paiement pesant sur le pays sous le système de paiements internationaux actuel. Grâce au prêt, la réforme permet de prévenir ainsi l'apparition de pression sur l'emploi engendré par la perte de revenu domestique sous l'actuel régime de paiements internationaux qui est à l'origine de la duplication des paiements extérieurs. Comme étayé par Schmitt (2014, p.57, nous traduisons), dans le cas d'un déficit de 1 dollar, *« le prêt de 1 dollar au profit du [pays en surplus] n'a d'autres buts que d'assurer au [pays en déficit] un gain de revenu intérieur équivalant à 1 dollar, mesure des dépenses internationales nettes de l'économie [importatrice nette], par le pays déficitaire ».*

La deuxième raison qui justifie le prêt du Bureau est la nécessité de payer positivement l'économie exportatrice nette. En effet, si le paiement monétaire des exportateurs est inévitable, la finalité des échanges économiques comme expliquées par les analyses économiques moderne n'est pas le gain des unités de monnaies, mais les biens réels qu'elles véhiculent. La réforme devra alors s'assurer que les partenaires (économies) en surplus soient positivement payés à la période considérée. De ce fait, en plus de prévenir la perte du revenu domestique, le prêt est essentiel pour assurer le paiement positif du reste du monde, car il transmet immédiatement des biens réels (actifs financiers) aux pays en surplus.

---

<sup>125</sup> En italique dans la version originale.

<sup>126</sup> La perte de revenu domestique sous le régime actuel des paiements extérieurs.

Sous le régime actuel des paiements internationaux, malgré l'égalité identitaire de la balance des paiements entre les importations et les exportations de chaque pays, les pays déficitaires<sup>127</sup> sont obligés de s'endetter pour payer leur dette. Comme nous l'avons montré dans le chapitre 4, l'identité de la balance des paiements n'est pas une simple formalité, mais la preuve que tout déficit est positivement payé par les résidents. Si malgré cette loi macroéconomique fondamentale, les pays ont besoin d'un paiement supplémentaire en devises afin d'honorer leur engagement, c'est que le paiement monétaire s'ajoute au paiement réel. En effet, les prêts accordés par le pays en surplus à celui déficitaire, constituent le paiement en avance d'une partie de son importation future (Schmitt, 2014 ; Cencini, 2017b). Comme l'exprime Schmitt (2014, p. 59, notre traduction) effectivement, « *le revenu [domestique] dépensé par les importateurs est l'objet monétaire du prêt accordé par le [pays en surplus], qui dépensera cette somme de revenu [national] (...) pour payer les biens réels produits dans une période future et exportée par l'économie [importatrice nette]* ». Ainsi, en plus de la cession de la propriété d'une partie de la production future, les pays doivent effectuer le paiement en devises des importations nettes. Dans la mesure où l'unique emprunt ne peut financer la production de biens futurs et payer au même les exportateurs étrangers, les pays sont soumis à un nouvel emprunt pour effectuer les paiements en devises. Dans l'architecture monétaire internationale actuelle, le paiement positif des pays endettés est accompagné d'un nouvel emprunt du fait du besoin de l'instrument véhiculaire. Cette situation contraint les pays à accumuler la dette de période en période. Selon Eaton et Gersovitz (1981), la cause de la crise d'endettement est due à cette accumulation continue de la dette.

Cette accumulation de la dette issue du déficit extérieur au cours du temps s'explique par l'absence d'un véritable instrument capable de véhiculer le paiement réel de l'économie importatrice nette. Grâce au prêt du Bureau, les déficits extérieurs sont positivement payés instantanément dès leur création. Tel qu'expliqué par Cencini et Rossi (2015, p. 248, notre traduction),

« *Lorsque le [pays importateur] emprunte auprès de [celui en surplus], c'est [ce dernier] qui paie la partie des importations nettes du [pays déficitaire] de la production courante du [reste du monde] : en prêtant au [reste du monde] le même montant qu'il lui emprunte, le [pays déficitaire] paie une partie équivalente des importations du [pays excédentaire]. Enfin, [le pays en surplus] obtient une partie de la production courante [du*

---

<sup>127</sup> Malgré la situation de déficit extérieur, il y a égalité entre les importations et les exportations, car le pays renonce à une partie de production grâce à la dépense de revenu domestique.



pays déficitaire] *en échange de ses exportations nettes. Tant le [pays déficitaire] que le [pays excédentaire] paient en termes réels leurs transactions étrangères, les biens réels achetés par le [pays excédentaire] pour le compte du [pays déficitaire] étant parfaitement compensés par un achat équivalent de biens réels effectué par le [pays déficitaire] pour le compte du [pays excédentaire] ».*

Ainsi, le prêt du Bureau réduit voire supprime le risque lié aux emprunts extérieurs dans la mesure où le pays n'accumule plus de dettes impayées.

La troisième raison qui justifie le prêt du Bureau est que celui-ci permet de réduire la bulle financière en empêchant que la monnaie nationale devienne une finalité des paiements. En effet, comme expliqué dans le chapitre 6, la duplication se caractérise pour le pays déficitaire par un double débit en contrepartie d'un seul et unique crédit. D'une part, le pays est débité pour acquérir des devises à travers l'exportation de titres (biens réels) et d'autre part, il est débité lors de la dépense des devises pour se procurer des biens réels faisant l'objet de la transaction. En revanche, l'économie déficitaire ne bénéficie que d'un seul crédit représenté par le gain de biens réels, car le premier crédit obtenu grâce à l'exportation de titres (titres de dépôt) est annulé immédiatement par sa dépense dans le paiement des exportateurs. Le second crédit est, comme démontré par Schmitt (2012) et Cencini (2012), la continuité du premier qui est l'acquisition des titres de dépôt. À la fin de l'opération, en plus de l'augmentation de la dette extérieure du pays (titre exporté), les devises sont dépensées contre l'acquisition de biens réels. En d'autres termes, une partie du paiement des déficits extérieurs est effectuée au profit de la bulle financière. Toute réforme ayant pour objectif de réhabiliter l'ordre des paiements extérieurs devrait faire en sorte que le pays ne soit débité sans bénéficier d'une contrepartie réelle ou de supprimer le débit pathologique.

Etant donné que la réforme se situe à l'échelle d'un pays pris isolément, celle-ci laisse la structure des paiements internationaux intacte et partant le débit pathologique qu'elle impute aux pays. Dans ces conditions, l'objectif de la réforme consistera à neutraliser le débit purement monétaire qui vient alourdir l'endettement du pays par une créance équivalente. Le prêt du Bureau tel que préconisé par la réforme permet de ce fait de neutraliser la formation d'un endettement pathologique grâce au crédit extérieur qu'il engendre. Comme expliqué par Schmitt (2014, p.59, nous traduisons), grâce au prêt du bureau, *« le pays déficitaire obtient ainsi, en actifs financiers, un crédit extérieur (...) qui compense exactement la dette (...) formée par l'emprunt étranger de cette somme »*. Ce résultat est un franc succès dans la mesure

où en plus de prévenir le surendettement, le prêt empêche que les paiements du pays alimentent la bulle financière.

Enfin, le prêt du Bureau est essentiel, car il permet d'homogénéiser l'objet de l'aspect réel et de l'aspect monétaire des paiements extérieurs. En effet, comme démontré par le théorème de la dette, la duplication des paiements extérieurs se traduit par la différence entre les objets qui caractérisent les deux emprunts. Pendant que les biens réels font l'objet des paiements en termes réels du pays, la somme de monnaie étrangère constitue la finalité de l'aspect monétaire des règlements. Or, dès lors que l'objet des devises empruntées est une somme de revenu domestique, le paiement de la dette impliquera la perte de revenu domestique en plus des devises servant à véhiculer les produits domestiques. La double charge deviendrait alors inévitable. La correction de cette formation pathologique implique d'éviter que le revenu domestique soit l'objet de la formation de la dette extérieure. De ce fait, le prêt du Bureau permet de transformer le mobile de l'emprunt des devises d'un revenu domestique à un revenu étranger, car le crédit extérieur devient désormais l'objet de l'emprunt. En d'autres termes, en cédant une partie de sa production actuelle, le prêt du Bureau fait gagner à l'économie domestique une partie de la production étrangère qui constitue le paiement immédiat des importations nettes donc l'objet de l'emprunt de devises.

En somme, le prêt du Bureau au reste du monde est nécessaire pour prévenir la perte de revenu domestique qui caractérise l'actuel régime de paiement extérieur. Ce prêt traduit également le paiement positif des pays endettés qui a lieu à l'instant même des importations nettes dans la mesure où le déficit est balancé par le prêt de sorte que les achats excédentaires soient compensés par une vente immédiate, rendant le gain du Bureau en revenu domestique final. Pour prêter, le Bureau devra emprunter. Bien que pouvant paraître neutre<sup>128</sup>, l'opération d'emprunt et de prêt est essentielle pour empêcher l'accumulation excessive (pathologique) de la dette extérieure. Elle diminue voire supprime le risque lié à l'endettement extérieur qui est un objectif que les programmes de sauvetage n'ont pas su atteindre comme l'explique Krugman (1986, 1989).

---

<sup>128</sup> L'emprunt est neutre, car il n'aboutit pas à une dette nette du fait du prêt qui l'accompagne.

### 8.2.3.2. Le paiement monétaire

Si le prêt du Bureau permet le paiement immédiat, en termes réels, du pays en surplus, à ce niveau, les exportateurs restent toujours à l'attente de leur paiement. Pour satisfaire cette contrainte, le département extérieur doit emprunter une fois de plus afin d'effectuer le paiement monétaire des exportateurs étrangers. Comme l'indique Schmitt (2014, p. 63), lorsque le déficit s'élève à 1 dollar, « le nouvel emprunt extérieur de 1 dollar porte exactement au même niveau de 1 dollar les devises étrangères obtenues de l'étranger en plus du paiement de ses « imports-exports » » (nous traduisons). En d'autres termes, si le prêt qu'effectue le Bureau permet d'établir l'égalité entre le paiement des importations et celui des exportations en termes réels, le nouvel emprunt traduit l'égalité des gains en devises. Le paiement final des exportateurs dans la réforme est donc atteint au prix d'un nouvel endettement.

Ce résultat soulève une question centrale. Si la dette créée par le nouvel endettement vient augmenter le volume des engagements extérieurs du pays, la réforme ne pourrait d'aucune manière empêcher le surendettement. Dans ces conditions, elle serait inopérante. Si au contraire elle n'impacte pas le volume des engagements extérieurs, l'objectif final de la réforme sera dans cette situation atteint de façon éclatante. Il est donc essentiel d'analyser la nature de cet endettement et de déterminer s'il augmente ou non la dette extérieure.

Le théorème de la dette extérieure a montré que, sous l'actuel régime monétaire international, les devises avancées par les créanciers étrangers afin de permettre le paiement des importations nettes de l'économie endettée traduisent par la même opération le règlement d'une partie des importations futures du reste du monde. En d'autres termes, en contrepartie de son emprunt extérieur, l'économie déficitaire devra céder (exporter) gratuitement une partie de ses exportations à l'extérieur. Tout se passe comme si à la période future, le pays endetté payait les importations du reste du monde pour une valeur égale au déficit précédent majoré des intérêts. Avec la réforme, en empruntant pour acheter les titres (actifs) financiers à l'étranger, le Bureau augmente les créances du pays qui annulent la dette initialement formée. Mais cette augmentation des créances traduit, comme expliqué par Schmitt (2014, 2017) et Cencini (2017), le paiement des importations présentes (acquisition de titres financiers) du reste du monde par le Bureau. Il apparaît que le règlement des importations nettes n'est plus intertemporel, mais prend place immédiatement. Ce résultat est atteint, car le prêt prévient la monnaie du pays déficitaire de se transformer en un objet sur lequel s'effectuent les échanges comme c'est le cas sous le régime actuel des paiements extérieurs.

De ce fait, aucune demande supplémentaire (demande de monnaie en tant que marchandise) ne s'ajoute aux échanges de biens réels. L'achat de la monnaie en tant que marchandise disparaissant, en prêtant au reste du monde, le Bureau paie instantanément en termes réels et en termes monétaires (devises) une partie des importations du reste du monde. Il reste que le pays déficitaire doit couvrir la différence entre ses importations et ses exportations, ce qu'il peut faire grâce à un prêt de R. Ce qu'il faut démontrer c'est que la réforme permet au pays A d'obtenir les devises nécessaires sans que cela ne conduise à un accroissement de sa dette extérieure. L'argument proposé par Schmitt n'est pas facile, mais il est clair : le prêt de A à R annule en même temps les deux prêts de R à A, car un de ces deux prêts n'est que la simple reproduction de l'autre. En effet, selon Schmitt (2017, p. 167, notre traduction), « [l']identité de ces deux prêts ne découle pas simplement le fait que leur valeur est la même. Il y a beaucoup plus que cela, car le deuxième Le prêt produit une deuxième fois la première, rien de plus. Le pays déficitaire A est donc soumis par son deuxième emprunt à la seule dette créée par le premier. La dette extérieure du pays A est initialement de  $(1 - 1) = 0$  dollar puisque le Bureau prête également 1 dollar. Finalement, la dette contractée est de 1 dollar en raison du second prêt. Comme le crédit qui s'y ajoute est de 1 dollar, les "experts" du Bureau n'ont pas d'autre choix que d'ajouter -1 dollar à +1 dollar, ce qui donne la valeur de l'endettement de leur pays, à 0 dollar, une excellente conclusion, bien qu'un peu inattendue ». En conséquence, « il serait erroné d'ajouter l'un à l'autre les deux prêts que le pays A contracte à l'étranger à chaque période. Le second prêt n'est en effet que la reproduction du premier. Il est donc certain que le prêt accordé par le pays A compense à la fois le second et le premier prêt au pays A. L'emprunt total du pays déficitaire, qui est égal à 1 dollar dans chaque période, est donc définitivement et complètement annulé » (ibid.).

Aussi, nous savons que sous le régime actuel, les pays déficitaires empruntent les devises au reste du monde pour payer les importations nettes. Comme déjà noté, cette opération peut s'interpréter comme si le reste du monde payait monétairement les importations nettes des pays déficitaires à leurs places. Au même moment que cette somme doit financer la production future, le pays déficitaire devra payer ses importations en devises.

Dans la réforme également, lorsque le Bureau prête au reste du monde, tout se passe comme s'il payait une partie des importations de ce dernier. En contrepartie de ce paiement des importations actuelles du reste du monde, celui-ci est contraint de payer monétairement en retour, les importations du pays déficitaire de la même période. Dans ces conditions,

l'emprunt permettant l'acquisition de la somme de monnaie étrangère n'est que la conséquence du prêt du Bureau au reste du monde comme expliqué par Schmitt (2014, 2017) et Cencini (2016, 2017b). En effet, si le prêt n'existait pas, cet emprunt (acquisition des devises) serait le paiement par le reste du monde des importations nettes du pays déficitaire. En conséquence, à la période future, le pays déficitaire serait contraint de payer une partie des importations du reste du monde. Dans cette situation, la réforme ne serait pas différente du présent système des paiements extérieurs et ne pourrait éviter la suraccumulation de la dette par le pays. Le prêt du Bureau étant une partie d'importations en termes réels du reste du monde, il permet au pays de se procurer gratuitement des devises nécessaires au paiement de l'exportateur étranger. Comme expliqué par Schmitt (2014, p.68), dans ces conditions, lorsque le pays emprunte pour payer un déficit extérieur de 4 dollars, *« la somme empruntée ne serait que de la monnaie et son remboursement ne serait que l'inverse de son emprunt : les 4 dollars empruntés ne feraient pas partie des importations du pays déficitaire »* (nous traduisons). L'emprunt de la somme de devises nécessaires pour payer les exportateurs extérieurs ne constitue donc pas une charge supplémentaire *« parce que le second prêt produit une seconde fois le premier, rien de plus »* (ibid., p.63 ; nous traduisons). En conséquence, si un pays A est déficitaire d'une valeur de 4MR vis-à-vis d'un pays R qui a pour monnaie MR, dans le régime réformé de A, *« le second prêt ne fait que recréer la dette initiale de sorte que les deux prêts de 4 MR conduisent à une dette totale de 4 MR, qui est entièrement compensée par le crédit de A envers R. Enfin, A obtient les unités de MR (4 MR) nécessaires pour transmettre à R le paiement réel de ses importations nettes sans contracter de dette nette »* (Cencini et Rossi, 2015, p. 249; nous traduisons).

La nature des deux emprunts dans la réforme peut également être perçue en déterminant leur objet comme précédemment étudié dans le théorème de la dette. Lorsque ces emprunts présentent des finalités différentes, alors l'emprunt des devises viendra augmenter l'endettement du pays. Dans le cas contraire, ce nouvel emprunt n'affecte pas les engagements extérieurs du pays. Schmitt et Cencini ont montré que, sous l'actuel régime la duplication est effectivement engendrée par la différence entre les objets des deux emprunts permettant le paiement du déficit extérieur. Si l'objet de l'emprunt réel est un bien futur de l'économie déficitaire, l'objet du second emprunt, nécessaire, est une somme de devises. Ces deux emprunts ne sont pas réductibles en un seul, car l'objet de l'émission des devises n'est pas la production domestique, mais celle étrangère.

Dans un régime réformé, grâce au prêt du Bureau à l'étranger, l'objet de l'emprunt réel qui était initialement les biens réels futurs de l'économie déficitaire deviendrait désormais les biens réels présents<sup>129</sup> du reste du monde, car elle finance immédiatement leur production. Cela s'explique par le fait que le prêt permet de déconnecter les dépenses de revenu national aux paiements extérieurs. Ainsi, dans le régime réformé, le premier emprunt a pour objet les biens réels de l'économie étrangère. Le second emprunt permet d'acquérir la somme de revenu étranger nécessaire au paiement des exportateurs. Il apparaît alors que les objets des deux emprunts sont identiques dans la mesure où les revenus libellés en devises ont pour objet la production du reste du monde. Inversement, la production étrangère donne naissance à des revenus libellés en devises. Les deux emprunts constituent donc les deux faces d'une même pièce. C'est argument est néanmoins insuffisant, car le fait que les deux emprunts aient comme objet la production de R ne signifie pas que leurs objets sont identiques. Si le pays A emprunte deux fois un même montant de revenu de R, la totalité de sa dette est deux fois plus élevée que s'il n'empruntait le même montant une seule fois. S'il s'agit effectivement d'un seul et même objet qui est emprunté deux fois c'est parce que le deuxième emprunt ne fait que répéter le premier.

En conclusion, grâce à la réforme, le pays importateur net acquiert gratuitement la somme de monnaie nécessaire pour le paiement de son déficit extérieur. Sous le régime actuel de paiement extérieur, cette somme de monnaie est achetée comme une marchandise qui vient s'ajouter à l'achat légitime des biens domestiques. La non-gratuité de l'instrument véhiculaire dans le système de paiement actuel constitue ainsi la véritable pathologie du système que le pays supprimera en adoptant la réforme. L'acquisition gratuite de la somme de devises par la réforme constitue une vraie révolution introduite dans les paiements extérieurs des pays et qui permet de supprimer la formation pathologique de la dette extérieure. L'objectif de la réforme ainsi atteint, le pays n'est plus soumis à des politiques d'austérité pour réduire son niveau d'endettement dans la mesure où dès que le déficit apparaît, il est immédiatement payé. D'où l'absence du surendettement.

Cependant, certaines questions demeurent, bien que l'objectif du bureau soit atteint. Que fait le Bureau avec le gain national ? Ainsi, la sous-section suivante traite de ce fait de l'usage que le Bureau fera du gain en revenu national ?

---

<sup>129</sup> Rappelons que les actifs financiers font partie des biens réels.

## 8.2.4. L'investissement du gain net

L'objectif de la réforme n'est pas seulement la suppression de la formation pathologique de la dette extérieure, mais il s'agit de lutter également contre les effets pervers de ce système de paiement fallacieux. Ainsi, après avoir supprimé l'endettement pathologique grâce aux actions conjointes et simultanées du département national et du département extérieur, la réforme doit également supprimer le chômage qu'engendrent les paiements extérieurs. En effet, si le revenu domestique n'est pas investi dans l'économie, c'est comme si cette dernière le perdait. Dans ces conditions, bien qu'à ce niveau le pays ne soit plus soumis à la duplication de sa dette extérieure, cette perte pourrait entraîner une baisse de la production et en conséquence le chômage. De ce fait, le revenu domestique gagné doit être investi à l'intérieur de l'économie afin de lui permettre de garder au moins son niveau d'emploi d'avant les paiements extérieurs.

Comme montré par Schmitt (2014) et Cencini (2017a), le paiement des déficits extérieurs augmenterait le niveau de chômage si le pays déficitaire n'empruntait qu'une seule fois. La réforme devrait donc empêcher cette manifestation indésirable engendrée par les paiements extérieurs. La suppression de l'endettement pathologique n'est donc pas suffisante. Il faudrait que celui-ci profite à l'économie nationale. Comme l'indique Cencini (2017a, p. 9), *« pour éviter la perte de revenu intérieur subie par [le pays déficitaire] en raison de la duplication du paiement de ses importations nettes, il est essentiel de créer un Bureau et de faire transiter par lui tous les paiements concernant les transactions extérieures du [pays]. Cependant, cela ne suffit pas »* (notre traduction).

Pour neutraliser l'effet de chômage, le gouvernement ou le Bureau devra réaliser l'investissement nécessaire pour contrebalancer la pression déflationniste des paiements extérieurs du fait de la perte de revenu. Cet investissement est réalisé à partir du gain de revenu national du Bureau. Comme précédemment démontré ce gain est final. En effet, au niveau national, tous les paiements extérieurs domestiques sont réalisés et aucun nouveau paiement n'affectera le gain. A l'étranger, grâce au prêt du bureau, la perte du gain est prévenue. De ce fait, *« le Bureau doit investir ses gains en monnaie nationale, résultant du paiement des importations nettes du [pays] par ses résidents, afin d'augmenter la production intérieure de [l'économie déficitaire], évitant ainsi la diminution de l'emploi due au paiement de ses importations nettes »* (Cencini, 2017a, p. 9; notre traduction). L'investissement de ce gain est

essentiel pour atteindre l'objectif ultime de la réforme qui est de payer positivement le reste du monde sans créer un dysfonctionnement économique domestique.

Dans le régime actuel des paiements extérieurs, il est conventionnellement reconnu que tout déficit traduit un investissement étranger dans l'économie nationale. Toutefois comme montré par Schmitt (2012, 2014) et Cencini (2016, 2017), cet investissement coûte doublement aux pays déficitaires du fait de l'absence d'un véritable moyen de paiement international. Selon Cencini (2016, 2017), si l'économie n'emprunte qu'une seule fois pour financer le déficit, l'économie déficitaire souffrirait inévitablement d'une contraction de son emploi. Dans le pays déficitaire, l'investissement extérieur est donc financé deux fois. En d'autres termes, après avoir emprunté la somme de devises pour financer ses paiements monétaires, dans le non-système actuel, le financement de la production future du pays tel que traduit par le déficit des pays n'a lieu qu'au prix d'un nouvel endettement. Avec la réforme, grâce au gain de revenu domestique obtenu par le Bureau, le pays peut investir pour lutter contre le chômage sans un emprunt supplémentaire ou sans contrepartie. Dans ces conditions, contrairement au régime actuel des paiements extérieurs, le financement de l'investissement par le gain du Bureau (Figure 8-1) sans coût supplémentaire dans la réforme permet d'améliorer la capacité de service de la dette. Autrement dit, pour un même niveau d'investissement, l'engagement du pays endetté est divisé par deux.

Par ailleurs, l'investissement du gain est nécessaire pour éviter la duplication des paiements réels. En effet, selon le théorème de la dette, l'absence de monnaie supranationale dans l'actuel système monétaire international conduit à effectuer le paiement en termes réels des déficits indépendamment de l'aspect monétaire. La monnaie n'étant qu'un flux, tout paiement en termes monétaires faisant supporter un coût au pays est illégitime. Jusque-là, la réforme supprime le paiement illégitime (règlement en termes monétaires) des déficits extérieurs tout en assurant le règlement de leur aspect réel.

Nonobstant ce remarquable résultat, « *la clé de la solution est de conformer le mécanisme des paiements internationaux à l'identité de la balance des paiements entre EX et IM* »<sup>130</sup> (Cencini, 2017, p. 10; nous traduisons). L'investissement du gain s'impose dans ces conditions par l'identité de la balance des paiements. Si le gain n'était pas investi dans l'économie, il constituerait des capitaux oisifs dans le compte du Bureau. Dans cette situation, le pays ne pourrait éviter un second paiement, puisque conformément à l'identité de la balance

---

<sup>130</sup> EX et IM représentent respectivement les exportations totales et les importations totales.



des paiements<sup>131</sup>, la contrepartie des paiements en termes réels serait justement des capitaux oisifs qui auraient pu financer une nouvelle production. L'identité de la balance des paiements s'impose effectivement toute seule lors des paiements extérieurs « *en équilibrant les importations nettes* [du pays déficitaire] *avec le transfert financier d'une partie équivalente de la production courante* [du pays déficitaire] » (Cencini, 2017, p. 10; notre traduction). Dans ces conditions, afin de ne pas réduire le niveau d'emploi, « *il est nécessaire d'augmenter la production* [du pays déficitaire] *par l'investissement des gains nets de son Bureau* » (Cencini, 2017, p. 10; notre traduction).

Si le Bureau ou le gouvernement n'investissait pas le gain net, « *le produit intérieur* [du pays déficitaire] *diminuerait sous l'effet du paiement des (...) importations nettes* » (Cencini, 2017, p. 10; notre traduction). Dans ce cas, la duplication qui était autrefois monétaire et réelle serait transformée en une duplication exclusivement réelle dont la charge est la même que celle de la duplication classique. L'investissement de la somme de revenu national est alors essentiel pour éviter le dysfonctionnement dans l'économie domestique engendré à travers l'imposition naturelle de la loi fondamentale de la balance des paiements qui vient s'ajouter au paiement réel. L'investissement du gain est conforme avec l'identité macroéconomique qui veut que chaque agent soit débité et crédité simultanément. Selon Schmitt (2014, 2017) effectivement, l'investissement du gain est nécessaire, car, débitée par la dette extérieure, l'économie domestique est créditée par le gain en revenu domestique ce qui établit à zéro l'augmentation du niveau de sa dette extérieure. Si ce gain n'était pas investi, il ne constituerait que des capitaux oisifs et conséquemment l'économie souffrirait de l'augmentation du niveau de son chômage.

### **8.3. La mise en œuvre du plan et les avantages afférents**

Toute bonne réforme se caractérise non seulement par une conceptualisation théorique rigoureuse, mais aussi une conception empirique. La section précédente a traité des

---

<sup>131</sup> Dans l'application pratique de la balance des paiements, la comptabilité des opérations internationales ne permet pas de vérifier empiriquement l'identité. Si cet écart est perçu par les auteurs comme une erreur statistique (Dornbusch, Fischer et Startz, 2011b ; Krugman, Obstfeld et Melitz, 2012b), pour (Schmitt, 2005 ; Cencini et Citraro, 2012a), cet écart traduit l'absence de flux dans les paiements internationaux. Confère chapitre 6.

fondements théoriques de la réforme permettant de sortir les pays de la duplication de leur endettement. Cette section est dédiée à l'analyse la mise en œuvre du plan de façon concrète.

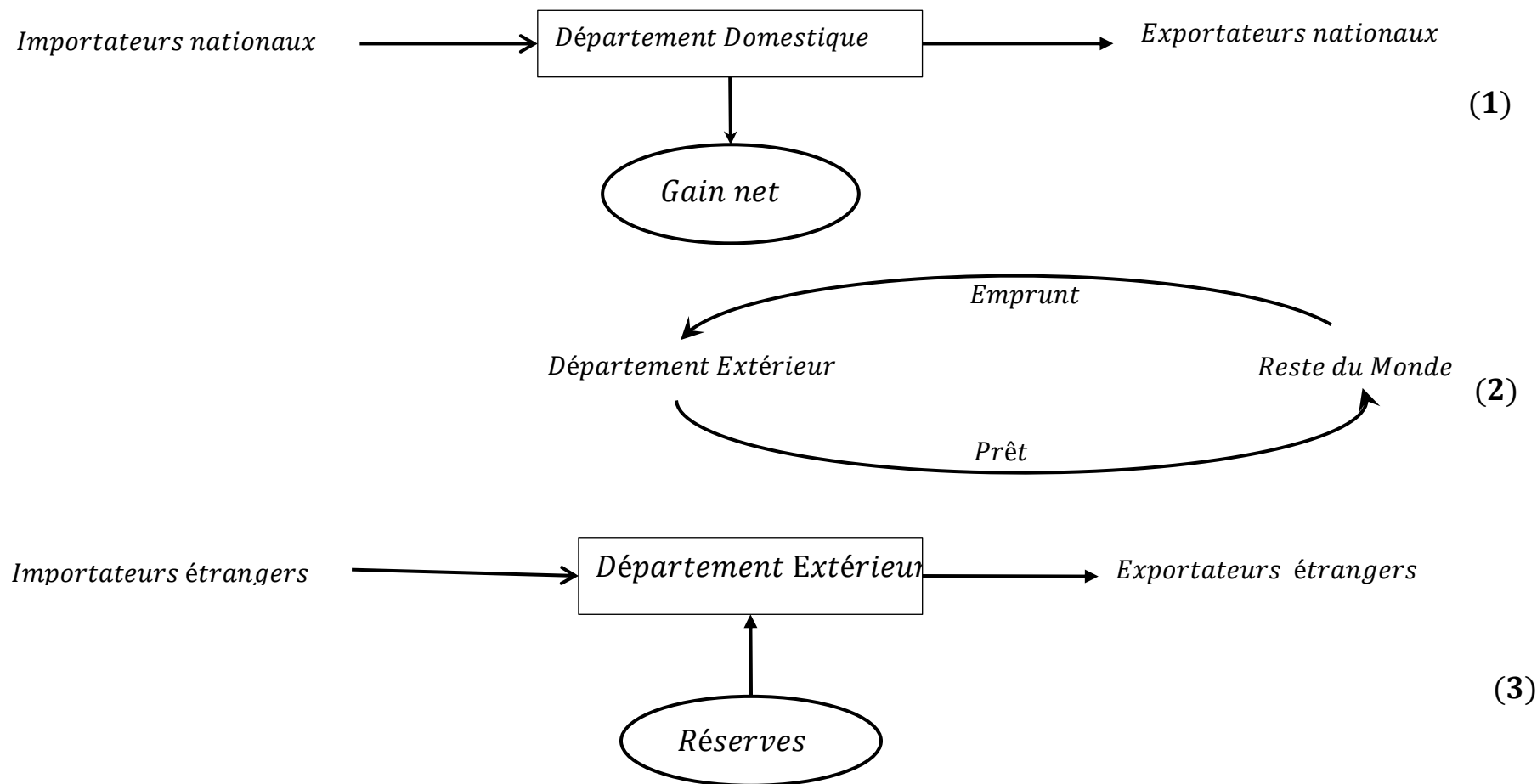
Elle se compose de trois points. Le premier point traite des mécanismes opérationnels permettant une mise en œuvre optimale de la réforme. Le deuxième point fait une approximation quantitative sous certaines hypothèses sur certains pays. Le dernier point quant à lui détermine les avantages de cette mise sur les pays débiteurs, mais aussi sur le reste du monde

### **8.3.1. Les mécanismes opérationnels**

Après avoir posé les fondements théoriques de la réforme, Schmitt (2014, 2017) et Cencini (2017) ont élaboré les dispositifs opérationnels pour sa mise en œuvre. Cette mise en œuvre est fondée sur la notion de pays en tant qu'ensemble souverain et de ce fait, le compte de réserves du pays constitue une partie intégrante dans le fonctionnement de la réforme. En effet, selon Cencini (2017, p. p11), « *les réserves officielles [du pays endetté] définissant les actifs financiers du pays dans son ensemble, en tant qu'ensemble de ses résidents, une intégration des réserves officielles dans le Bureau [du pays déficitaire] ou la possibilité pour le Bureau d'utiliser une partie de ses réserves officielles comme fonds renouvelable est facilement concevable* » (notre traduction). Ainsi, dans sa relation avec le reste du monde, le Bureau représente donc le pays comme un ensemble souverain et ses opérations passent par le compte de réserves. Dans ces conditions, nous pouvons présenter le fonctionnement concret du Bureau à travers un cas illustratif.

Supposons un pays A qui effectue des transactions économiques avec le reste du monde noté R. Nous considérons l'existence de plusieurs périodes qui peuvent être hebdomadaires, mensuelles ou annuelles et qui peuvent être notées comme suit :  $P_1, P_2, \dots, P_n$ . Sur ces différentes périodes, nous faisons l'hypothèse qu'à chaque période, le pays A exporte 10MA et importe 11MR (où MA et MR sont respectivement la monnaie des pays A et R). Supposons, pour simplifier la présentation, que le taux de change entre la monnaie du pays A et celle du pays R est établi conformément à l'égalité suivante :  $1MA = 1MR$ .

**FIGURE 8-2: PAIEMENT DU DEFICIT EXTERIEUR A LA PREMIERE PERIODE DE LA REFORME PAR LE BUREAU**



Source : adapté à partir de Cencini (2017, p.11)

Considérons le paiement du déficit extérieur à la période  $P_1$ . Dans un premier temps, comme expliqué par Schmitt et Cencini, le Bureau internalise les paiements extérieurs de ses résidents. Pour ce faire, il collecte, par le biais du département domestique, les paiements extérieurs des importateurs domestiques qui s'élèvent à 11MA et paie les exportateurs domestiques dont la valeur s'élève à 10MA comme décrit à l'étape (1) de la Figure 8-2. Le Bureau obtient un gain net de 1MA qu'il pourrait verser au gouvernement de A afin de financer une nouvelle production ou le faire lui-même en l'investissant directement.

Après avoir internalisé les paiements domestiques, les paiements extérieurs restent à satisfaire. De ce fait, le département extérieur du Bureau va recueillir le paiement des importateurs étrangers d'une valeur de 10MR et payer les exportateurs du reste du monde. Avec la somme de 10MR reçue des importateurs extérieurs, le Bureau ne peut payer les exportateurs étrangers que pour 10MR. Dans ces conditions, il apparaît pour le Bureau un déficit de revenu étranger et il devra emprunter 1MR pour le combler. Comme indiqué par Schmitt (2014, 2017) et Cencini (2017), le Bureau ne devra pas agir comme un simple intermédiaire entre ses résidents et le reste du monde au risque de perdre son gain en revenu domestique et conséquemment, ne pas atteindre son but.

Pour payer son déficit, le Bureau fait un premier emprunt d'une valeur de 1MR et prête au reste du monde comme le montre l'étape (2) de la Figure 8-2. Cette opération annule la dette initialement formée, car l'augmentation de la dette est contrebalancée par l'augmentation des créances grâce au prêt que le Bureau accorde au reste du monde. Cette transaction permet à A d'établir l'équilibre de la balance des paiements. Selon Schmitt (2014, p. 61) effectivement, « le crédit de 1 dollar accordé par le Bureau aux non-résidents consiste, pour R, dans le paiement extérieur d'une partie égale de ses propres importations, exactement « symétrique » aux importations de A payées par le reste du monde » (nous traduisons). Pour Cencini (2017, p. 11), « *[le prêt] permettrait de payer les importations nettes [du pays déficitaire] en transférant à R la propriété d'une partie de la production actuelle de A* » (notre traduction). Le prêt du Bureau constitue la contrepartie réelle des biens réels importés par son économie. Il compense donc les importations nettes du pays débiteur et les exportations nettes du reste du monde.

Toutefois, à cette étape, la contrainte de payer en devises les exportateurs étrangers pour 1MR demeure toujours. De ce fait, le Bureau effectue un second emprunt pour acquérir les devises pour satisfaire cette contrainte. Selon Schmitt, ce paiement purement monétaire ne

fait pas supporter au pays une charge supplémentaire dans la mesure où elle est la conséquence du premier emprunt. En effet, en prêtant au reste du monde, le Bureau paie une partie des importations de celui-ci. L'emprunt monétaire ne traduit que l'opération inverse où le reste du monde paie une partie des importations (nettes) du pays. Le Bureau acquiert donc les devises gratuitement pour payer les exportateurs extérieurs. Suivant Cencini (2017b, p. p11), *« plutôt que d'emprunter cette somme à R, il est plus simple de supposer qu'il l'empruntera aux réserves officielles ou internationales de [A] »* (notre traduction). De façon opérationnelle, le Bureau va mobiliser les recettes perçues du règlement des importateurs extérieurs et le compte de réserves pour payer les exportateurs étrangers en devise comme décrit par l'étape (3) de la Figure 8-2. L'utilisation du compte de réserves est identique à l'emprunt extérieur permettant le paiement des exportateurs tel qu'étayé par Schmitt. Ainsi, à la première période de la réforme, le Bureau emprunte une fois sur le marché financier et puise dans les réserves internationales pour payer les importations nettes de son économie.

À la première période, bien que la mise en œuvre de la réforme ne soit pas complète, il existe une différence nette avec le régime de paiement actuel. Dans le présent système de paiements extérieurs, l'augmentation de la dette ou la diminution des réserves internationales est associée à la perte de revenu domestique. Avec la réforme des paiements extérieurs, le revenu autrefois perdu dans le non-système de paiements internationaux, est recouvré grâce à l'intervention du Bureau. Ainsi, la diminution des réserves est neutralisée par le gain net qui est investi dans une nouvelle production comme expliqué par Cencini. L'augmentation réelle de la dette est donc nulle.

À la deuxième période, la mise en œuvre de la réforme devient complète selon mécanisme opérationnel établi par Cencini (2017b). À cette période, le Bureau collecte comme à la période précédente les paiements extérieurs de ses résidents pour payer les exportateurs locaux de son économie (étape (1) de la Figure 8-3). De ce fait, étant donné que les exportations des résidents sont à chaque période de 10MA et leurs importations de 11MA, le Bureau obtient 11MA de revenu domestique et paie ses exportateurs à la hauteur de 10MA. Il dégage alors un gain net de 1MA (Figure 8-3) qui sera investi dans une nouvelle production.

L'un des objectifs du plan est d'empêcher l'accumulation de la dette extérieure en permettant le paiement positif et immédiat des importations nettes dès leur apparition. Pour ce faire, le Bureau du pays A devra, à la deuxième étape (2), comme précédemment, emprunter et prêter au reste du monde. S'il est vrai que cette opération ne donne pas lieu à

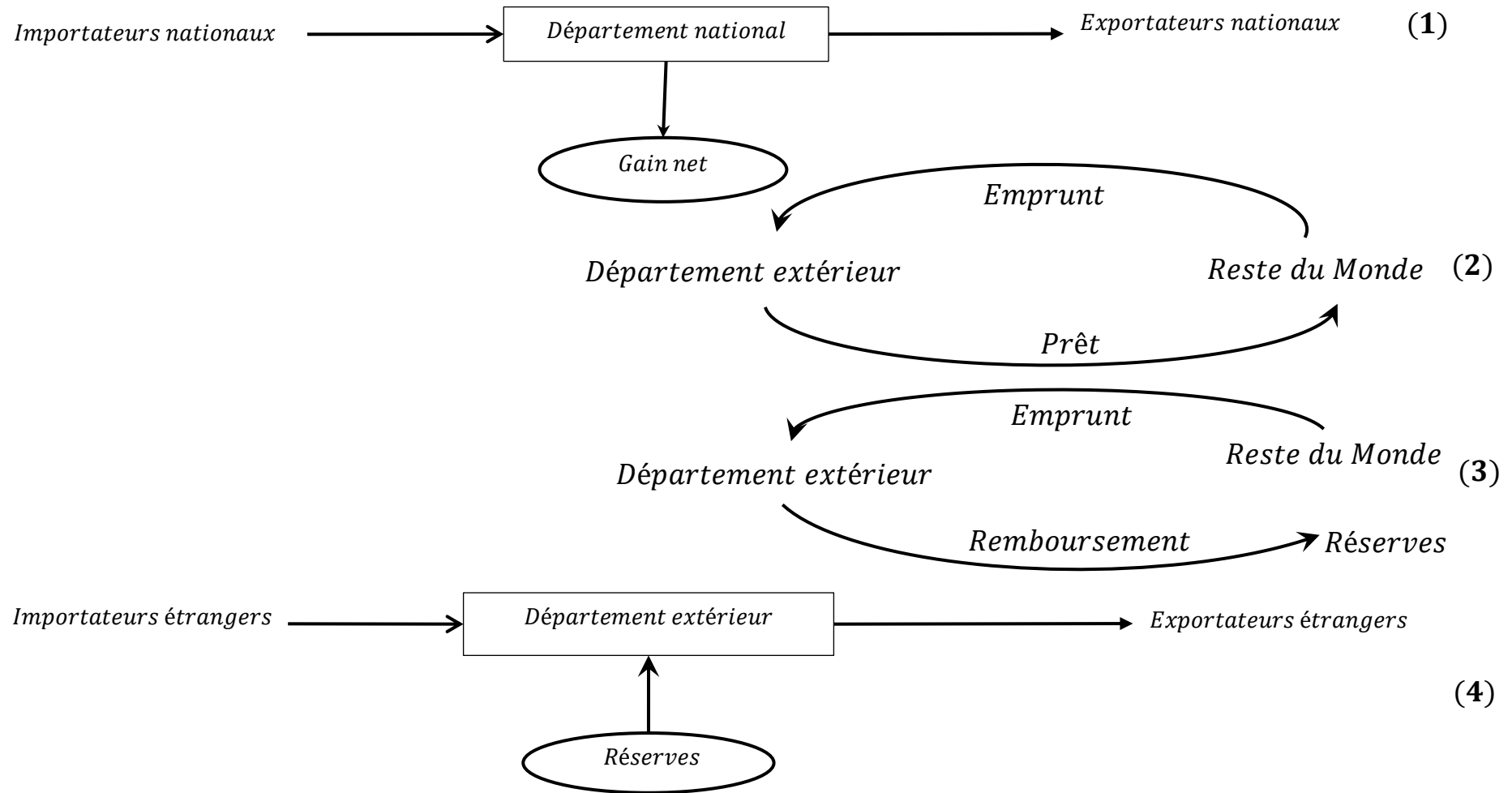
une augmentation de la dette extérieure, il permet de payer en retour une partie des importations de R à l'image de R qui en prêtant à A, paie les importations de A à la place de ce dernier.

À la première période, le Bureau s'est endetté vis-à-vis du compte de réserve pour payer les exportateurs. De ce fait, il devra rembourser ou reconstituer le niveau des réserves officielles du pays comme soutenu par Cencini. La troisième étape ((3)) consistera donc pour le Bureau d'emprunter une seconde fois et de reconstituer ses réserves. À ce niveau également, l'augmentation de la dette du pays est neutralisée par l'augmentation de ses créances extérieures de même valeur du fait de la reconstitution du compte de réserves du pays qui sont immédiatement investies. En effet, comme indiqué Cencini (2017b, p. 11, notre traduction), *« ce que les réserves officielles de A prêtent sur le marché financier équilibrerait ce que R prête au (...) Bureau »*. Si à la première période cette étape n'apparaît pas, elle vient toutefois compléter les différents mécanismes de fonctionnement de la réforme.

La quatrième étape ((4)) de la réforme consistera enfin à la satisfaction de la contrainte de paiement des exportateurs étrangers en devises. Pour cela, le Bureau puise une fois de plus dans les réserves officielles du pays pour avancer la somme de devises d'une valeur de 1MR. Dans un système de paiement non réformé, le volume des réserves baisserait de la somme du déficit extérieur des deux périodes par rapport à la première période. Cependant avec la réforme, celui-ci ne baisse que de la valeur du déficit de la période considérée. Ce résultat est possible, car la réforme empêche toute accumulation de la dette extérieure.

Suivant Cencini (2017b), la première étape traduit le gain net que le Bureau obtient grâce à la réforme. Ce gain est investi dans une production à l'intérieur de l'économie ce qui permet de prévenir la réduction du niveau de l'emploi menacé par le non-système de paiement extérieur.

**FIGURE 8-3 : PAIEMENT DE DEFICIT A LA DEUXIEME PERIODE PAR LE BUREAU**



Source : adapté à partir de Cencini (2017, p.11)

La deuxième étape permet au pays A de payer positivement le reste du monde grâce au prêt qu'il effectue par le biais du Bureau. Cette étape supprime l'obligation imposée par le non-système pour le pays A de dégager une exportation nette à la période suivante pour se désendetter. La troisième étape permet de se procurer gratuitement la somme de devises nécessaires au paiement des exportateurs étrangers. La dernière étape montre que la dette extérieure du pays se traduit par la diminution des réserves du pays. Contrairement au régime de paiement actuel où le paiement des déficits extérieurs entraîne une duplication de la dette extérieure, avec la réforme, l'augmentation de la dette extérieure est instantanément neutralisée. En effet, la diminution des réserves associée au gain net de revenu domestique montre que ni l'économie domestique ni le pays en tant qu'ensemble souverain ne sont affectés par le paiement de déficits extérieurs.

En réitérant les mêmes procédures de période en période, autant il existera un déficit extérieur, autant l'économie bénéficiera d'un gain net en revenu domestique qui compensera exactement le niveau de ses engagements extérieurs. Dans notre exemple, sur chaque période, le pays A est déficitaire vis-à-vis du reste du monde de 1MR. Dans le régime actuel, comme expliqué par Schmitt (2014, 2017), en plus de la perte de la propriété de production domestique d'une valeur de  $n * 1MR$  sur  $n$  périodes, le pays A se trouve avec une dette qui augmente de  $n * 1MR$  qu'il doit payer en devises. Sur l'ensemble des périodes, la charge de paiement du déficit de A est de  $2n$  MR. Dans le régime réformé du pays débiteur, la dette sur  $n$  périodes est égale au déficit extérieur sur la  $n^{ième}$  période c'est-à-dire 1MR. Cette dette est compensée par un gain en revenu domestique de 1MR. L'effet des paiements extérieurs sur une période multiple entraîne une augmentation nulle de la dette souveraine, et maintient le niveau d'emploi de l'économie, niveau qui est réduit dans l'actuel non-système de paiement extérieur sans emprunt supplémentaire.

### **8.3.2. La simulation statistique de la réforme**

Si théoriquement la réforme permet d'empêcher le surendettement des pays, une simulation de celle-ci sur des cas de pays surendettés permet d'apercevoir quantitativement l'impact économique. Sur la base des projections de la balance courante des pays effectuées par le FMI, nous montrons que si la réforme est mise en œuvre, aucun pays n'est soumis à un endettement net vis-à-vis du reste du monde. En d'autres termes, le paiement des déficits



extérieurs ne provoque aucune charge au niveau du pays. Les intérêts nets débiteurs prévisionnels sont compris dans la projection du compte courant. Les données sur le paiement du principal sont des projections de la Banque mondiale et concernent les engagements de long terme des pays. La simulation prend donc en compte le service du principal et des intérêts.

Lorsque le pays appliquant la réforme est déficitaire, l'internalisation du paiement de ses résidents permet au département national de dégager un gain en revenu domestique. Ce gain correspond à chaque période à la valeur du déficit extérieur à laquelle il faut ajouter le paiement du principal. En posant  $GN_t$  le gain net de la période  $t$ , il se détermine formellement comme suit :

$$GN_t = CC_t + PP_t$$

Où  $CC_t$  et  $PP_t$  sont respectivement les valeurs du déficit courant et du paiement du principal de période  $t$ .

Après avoir internalisé les paiements extérieurs des résidents, le Bureau doit récolter les paiements des importateurs étrangers et payer à son tour les exportateurs du reste du monde. De ce fait, pour payer l'importation nette et le principal, le département extérieur emprunte une première fois sur le marché financier la valeur du déficit courant et du principal à payer et achète immédiatement des titres du reste du monde. Cette opération d'emprunt-prêt permet au pays de créer à la période considérée la contrepartie en valeur économique de ses importations nettes. En notant  $E_t^1$  les emprunts de la période  $t$  et  $P_t$  le prêt (achat de titres du reste du monde) en  $t$  nous pouvons formellement poser :

$$E_t^1 = CC_t + PP_t$$

$$P_t = CC_t + PP_t$$

Après avoir créé la valeur économique de ces importations nettes, il reste à payer l'exportateur étranger en devises. De ce fait, le Bureau doit puiser dans le compte de réserves officielles tout en reconstituant le niveau de ce dernier par emprunt. Le second emprunt permet donc de rétablir le volume initial des réserves internationales. Comme présenté dans la section précédente, cette opération est décalée d'une période. En posant  $E_t^2$  cet emprunt en période  $t$  et  $RR_t$  la valeur des réserves reconstituées. De manière formelle, nous pouvons les définir comme suit :

**TABEAU 8-1** **TABEAU 8-2: RESULTAT DE PAIEMENTS DU DEFICIT DES PAYS APRES LA REFORME**

	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
<b><i>Argentine</i></b>	35,62	78,04	-84,19	-185,53	185,53	-24,32	-161,22	161,22	185,53	0,00
<b><i>Brésil</i></b>	88,55	235,66	-230,05	-535,44	535,44	-77,79	-457,65	457,65	535,44	0,00
<b><i>Colombie</i></b>	19,77	45,62	-87,12	-146,48	146,48	-24,47	-122,02	122,02	146,48	0,00
<b><i>Equateur</i></b>	8,59	19,70	9,33	-24,25	24,25	5,78	-20,70	20,70	24,25	0,00
<b><i>Inde</i></b>	49,27	159,37	-560,11	-753,24	753,24	-146,61	-606,63	606,63	753,24	0,00
<b><i>Indonésie</i></b>	43,17	123,79	-206,71	-356,98	356,98	-73,66	-283,32	283,32	356,98	0,00
<b><i>Jamaïque</i></b>	3,51	4,91	-2,36	-8,14	8,14	-1,13	-7,01	7,01	8,14	0,00
<b><i>Mexique</i></b>	85,53	153,73	-155,36	-329,79	329,79	-58,40	-271,39	271,39	329,79	0,00
<b><i>Turquie</i></b>	40,65	177,29	-75,84	-323,82	323,82	-44,07	-274,76	274,76	323,82	0,00
<b><i>Ukraine</i></b>	9,99	33,52	-27,12	-70,92	70,92	-6,16	-64,76	64,76	70,92	0,00
<b><i>Afrique du Sud</i></b>	16,60	36,95	-91,79	-141,29	141,29	-20,03	-121,26	121,26	141,29	0,00
<b><i>Zambie</i></b>	3,56	9,53	-2,41	-13,97	13,97	-2,20	-11,77	11,77	13,97	0,00

*Source : Calculer à partir des bases de données International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 21/10/2019 et World Economic Outlook (WEO) du FMI du 01/10/2019*

$$E_t^2 = CC_{t-1} + PP_{t-1}$$

$$RR_t = CC_{t-1} + PP_{t-1}$$

Les emprunts  $E_t^2$  viennent augmenter les réserves qui sont immédiatement investies. En d'autres termes cet emprunt vient augmenter les créances du pays vis-à-vis du reste du monde.

La différence entre les emprunts et les créances donnent l'endettement net du pays en tant qu'ensemble. En posant  $DN_t$  l'endettement net du pays à la période  $t$ , nous pouvons formellement poser :

$$DN_t = (E_t^1 + E_t^2) - (P_t + RR_t)$$

Le tableau représente les résultats de la réforme au sein de certains pays très endettés. Il fait apparaître trois caractères de la réforme. Le premier aspect de la réforme est la suppression d'intérêts débiteurs nets pour les pays du fait des paiements extérieurs. En effet, comme indiqué par la simulation de la réforme, les valeurs des emprunts  $E_t^1$  et  $E_t^2$  sont contrebalancées respectivement par les créances  $P_t$  et  $RR_t$ . Conséquemment, quelle que soit la position des pays (déficitaires ou en surplus), aucun emprunt n'est net pour le pays comme le montrent les valeurs de  $DN_t$ . L'absence d'engagement net implique que les pays n'ont pas d'intérêts nets à payer malgré leur déficit : les intérêts débiteurs des emprunts sont neutralisés par ceux créditeurs des prêts. Si les pays n'ont plus d'intérêts débiteurs à payer, ils voient leur position extérieure s'améliorer ce qui empêche tout surendettement et partant la crise d'endettement souverain.

Le deuxième aspect de la réforme concerne la variation des réserves  $\Delta R$ . Bien que les paiements soient effectués à partir du compte de réserves et que la dette du pays n'augmente, les réserves officielles ne baissent pas de façon cumulée. En effet, sur la période 2019 à 2024, la baisse des réserves est égale à la somme du déficit courant et du paiement du principal de l'année 2024 (Annexe 3). Par exemple, pour le cas du Brésil dans l'actuel régime, les réserves officielles baisseraient de 460 milliards de dollars US du fait des paiements extérieurs. Mais avec la réforme, celles-ci ne se réduisent que d'environ 80 milliards de dollars US qui sont exactement égaux à la somme du principal à rembourser et du déficit du Brésil pour l'année 2024. Il apparaît donc qu'en cas de déficit sur plusieurs périodes, les pays ne voient pas baisser continuellement le niveau de leurs réserves officielles. Cette non-accumulation de la baisse des réserves officielles montre que les paiements de l'économie n'entraînent pas un endettement du pays en tant qu'ensemble. Étant donné que les règlements effectués par les résidents sont

positifs (réels) à chaque période, la baisse de réserves est compensée de période en période. Grâce à la réforme, les paiements extérieurs des résidents empêchent l'accumulation de la dette extérieure sur plusieurs périodes. En conséquence, la réforme empêche toute possibilité de surendettement. Lorsque le pays est excédentaire, la réforme ne fait perdre aucune partie des réserves. Le compte de réserves augmente de la valeur du surplus déduite du principal payé. C'est le cas de l'Equateur où, en ne considérant que les paiements extérieurs, les réserves augmentent de la valeur de son surplus courant déduite du principal payé.

Le troisième caractère de la réforme est le gain net. Du fait de l'internalisation des paiements internes, les pays dégagent un gain net de revenu domestique qui est égal à la valeur du déficit extérieur. Ce gain net vient après service des intérêts, du principal et des importations nettes. Dans les plans de sauvetage proposés jusqu'ici par les institutions monétaires internationales, les pays sont contraints de mener des politiques drastiques afin de servir leur dette. Grâce à la réforme, les pays honorent leurs engagements tout en bénéficiant de revenus permettant de financer l'investissement domestique. Par exemple, en appliquant la réforme, l'Argentine aurait payé plus de 35 milliards de dollars US en intérêts et 78 milliards de dollars US de principal, et au même moment, investi plus de 185 milliards de dollars US à l'intérieur de son économie. Cet investissement aurait évité au pays les politiques drastiques qui ont provoqué des contestations sociales et une instabilité politique en 2019<sup>132</sup>. Le Mexique amortirait plus de 239 milliards de dollar US en intérêts et en principal tout en investissant près de 330 milliards de dollars US entre 2019 et 2024. Avec la réforme, les paiements extérieurs ne présentent plus aucun coût pour le pays.

En somme, en empêchant la formation double de la dette extérieure, la réforme permet de prévenir le surendettement des pays. Par ailleurs, la réforme permet au pays d'honorer ses précédents engagements sans un nouvel endettement. Néanmoins, quels sont les avantages de cette réforme sur le pays réformateur et les créanciers ?

---

<sup>132</sup> Confère chapitre 5.

### 8.3.3. Les avantages de la réforme

Cette réforme des paiements extérieurs procure un certain nombre d'avantages au pays qui l'appliqueront, mais aussi à ces partenaires étrangers. Au niveau du pays réformé, les avantages sont autant domestiques qu'extérieurs.

À l'échelle nationale, la réforme permet d'empêcher que les paiements extérieurs ne soient source de déséquilibres internes. Comme montré dans le théorème de la dette extérieure, sous l'actuel régime monétaire international, le paiement des déficits extérieurs entraîne non seulement la perte d'une partie du revenu domestique, mais aussi une augmentation de la dette. Pour ne pas souffrir de cette perte de revenu, qui pourrait entraîner une baisse de l'emploi national, les pays empruntent. Cet endettement précipite le surendettement des pays. C'est ainsi que les plans de sauvetage vont soumettre ces derniers à des politiques d'austérité afin de réduire leur endettement. Sans s'apercevoir que l'accumulation de la dette est due à une pathologie et non pas à un niveau de vie excédent les moyens, les plans proposés par les auteurs viennent rétablir le chômage que les pays cherchent à éviter d'où la faible croissance (Zestos, 2016). Dans ces conditions, les programmes d'austérité ont non seulement réduit la capacité de service de leur dette, mais aussi comme démontré par Mastromatteo et Rossi (2015), elles ont détérioré le ratio d'endettement (dette/PIB) du fait de ces politiques.

Avec la réforme des paiements extérieurs du pays, le gain net de revenu domestique qu'apporte l'internalisation des paiements extérieurs nationaux, permet à ce pays de payer ses déficits extérieurs sans emprunts pathologiques. Mieux encore, l'investissement de ce gain au niveau national permet de rétablir l'emploi national sans aucun coût pour le pays. Dans ces conditions, aucune politique d'austérité ne peut se justifier. Cela permet de maintenir la solvabilité des économies puisque la perte de croissance qu'engendrent les paiements extérieurs se rétablit sans coût ni sur l'économie ni sur le pays en tant qu'ensemble. La réforme permet ainsi d'empêcher toute apparition de chômage ou toute pression à la perte d'emploi liée aux paiements extérieurs.

Dans le régime actuel des paiements extérieurs, lorsque le pays est en surplus, les exportations nettes sont payées grâce à une nouvelle émission monétaire contre les devises (monnaie de réserves). Comme l'exprime Rueff (1963, 1971, p. 22), « *[s]elon les canons de ce régime, les banques d'émission créent la monnaie, dont elles sont responsables, non seulement contre des créances libellées en monnaie nationale et contre de l'or, mais aussi contre des*

*devises payables en or — c'est-à-dire après la Première Guerre mondiale, contre livres sterling et dollars »<sup>133</sup>. Cette nouvelle émission<sup>134</sup> n'étant pas le fait d'une nouvelle production, elle vient changer la relation entre le revenu national et les biens réels domestiques. Il apparaît un déséquilibre national puisque le contenu en produits de chaque unité de revenu national se voit dilué. Ainsi, comme conclu par Schmitt (1977, p. 84-85), « [l] 'augmentation des quantités nominales relativement aux quantités réelles définit le déséquilibre inflationniste de la monnaie ».*

En empêchant que la monnaie nationale ne devienne une finalité dans les échanges, la réforme neutralise également l'effet inflationniste des paiements. Lorsque les pays sont effectivement en surplus, l'internalisation des paiements extérieurs domestiques fait qu'aucune monnaie supplémentaire ne soit créée pour payer les exportateurs nets. Ces derniers sont payés par l'internalisation des investissements internationaux en revenu domestique. En d'autres termes, les exportateurs nets sont payés grâce à l'épargne nationale destinée au financement de l'investissement du reste du monde. Il ne peut donc apparaître de déséquilibre entre le revenu national et les biens réels. Dans ces conditions, la réforme n'est pas juste avantageuse lorsque le pays est importateur net. Lorsqu'il est exportateur net, elle évite d'importer l'inflation dans son économie et partant, la baisse du pouvoir d'achat<sup>135</sup> (Schmitt, 1977a, 1984a).

À l'échelle internationale, la réforme procure au pays une stabilité absolue du change. En effet, depuis la conférence de Bretton Woods, la stabilité des taux de change continue d'être le principal puzzle des pays et des institutions monétaires internationales. L'origine de cette instabilité de change vient de la transformation des monnaies bancaires nationales en objet de paiement dans l'espace national (Schmitt, 1975c, 1984a ; Cencini, 2000c). En s'interposant entre les dépenses et recettes extérieures des résidents et le reste du monde, le Bureau empêche que sa monnaie n'entre dans une relation de change relatif avec les autres monnaies. Conséquemment, le taux de change de la monnaie du pays est donc protégé de toute fluctuation de taux ou toute pression à la modification de la relation de change. Au-delà de la suppression

---

<sup>133</sup> Notons que les caractéristiques fondamentales du régime monétaire international qui a prévalu à l'après-guerre sont similaires à celui d'aujourd'hui.

<sup>134</sup> Il ne s'agit pas d'une re-créditation comme nous l'avons vu dans le chapitre 2.

<sup>135</sup> Notons que, dans les analyses classiques, cette baisse de pouvoir d'achat viendrait d'un mécanisme d'ajustement (Chapitre 1). Toutefois, nous constatons qu'elle résulte d'une pathologie du fait de l'absence de monnaie véhiculaire au niveau international. Avec la réforme, l'équilibre extérieur ne s'établit plus par un déséquilibre interne, mais par des paiements rigoureux mis en place entre le pays et le reste du monde.

de la duplication des paiements extérieurs, la réforme permet d'avoir la stabilité de change tant recherchée par les pays depuis l'entre-deux guerres<sup>136</sup>.

Dans leur désir de stabiliser le taux de change, de nombreuses analyses sont arrivées à assimiler cette stabilité à la fixité des changes à l'image du régime étalon or. Toutefois, comme soutenue dans le chapitre 1, cette fixité du taux de change a un coût pour les pays. (Keynes, 1978d). Ces derniers sont contraints de mener continuellement des politiques coûteuses de stérilisation pour maintenir leur taux de change fixe. Avec la réforme, la stabilité étant absolument garantie, les pays n'ont aucune dépense à faire pour défendre leur parité. Comme le fait remarquer Schmitt (1984b, p. 284), grâce à la réforme, « *le pays n'est plus contraint au choix cornélien entre la protection du change de sa monnaie et le maintien des taux de l'intérêt au niveau requis par la croissance de son industrie* » comme ce fut le cas dans le régime étalon or. La réforme permet donc d'économiser les dépenses destinées à la défense de la parité de change.

L'environnement monétaire international et les créanciers étrangers tirent également profit de l'établissement de l'ordre dans les paiements extérieurs d'un pays endetté. Au niveau des créanciers internationaux, la réforme garantit que les prêts effectués par l'Etat (endettement du souverain) de l'économie déficitaire sera recouvré. L'annulation de la dette dans certains programmes de sauvetage est l'une des mesures les plus redoutées (voire la mesure la plus redoutée) par les créanciers. De ce fait, les institutions de Bretton Woods mettent tout en œuvre pour éviter que les programmes de sauvetage n'aboutissent à une annulation de dette (Fonds Monétaire International (FMI) et Banque Mondiale, 2001) afin de rassurer les prêteurs. Or, nous avons montré dans le chapitre précédent que sous l'actuel régime seule une annulation au moins égale à la partie pathologique permet aux pays d'améliorer leur position extérieure. La réforme permet de rassurer les créanciers que les prêts effectués seront remboursés. En effet, en supprimant la dette souveraine, le pays voit disparaître une partie importante de son endettement non expliqué par l'activité de production de son économie. Cette situation améliore la solvabilité dans la mesure où aucun de ses engagements ne prend sa source dans la bulle financière. La suppression de l'endettement pathologique permet de garantir que tous les engagements d'une économie financent la production nationale. Dans ces conditions, les créanciers peuvent se persuader que les prêts effectués seront effectivement remboursés.

---

<sup>136</sup> Confère chapitre 1.



Au niveau de l'environnement monétaire international, la réforme permet au pays de contribuer à la stabilité financière internationale. Comme nous l'avons montré dans le chapitre 5, la duplication des paiements extérieurs profite à la bulle financière. Ces bulles financières engendrent des capitaux apatrides qui vont se dissoudre dans les capitaux réguliers et diluer leur teneur en biens réels. Dans ces conditions, les bulles financières provoquent alors l'instabilité financière internationale.

En supprimant la duplication des paiements extérieurs le pays endetté ne contribue plus à la création de bulle financière. En effet, dans la réforme, chaque emprunt est fait de sorte que celui-ci soit monétaire et réel à la fois. Comme indiqué dans la section précédente, l'emprunt-prêt dans la réforme permet au pays de payer une partie des importations du reste du monde en termes monétaire et réel. Le second emprunt constitue, en retour, le paiement monétaire des importations nettes par le reste du monde et les biens réels associés au déficit constituent l'aspect réel de l'opération. Dans ces conditions, le processus de paiement mis en place par la réforme ne contribue pas à la formation des bulles financières et en conséquence à l'instabilité financière internationale.

## **Conclusion**

La récurrence des crises d'endettement souverain s'explique essentiellement par la non-prise en compte de la nature duplicative des paiements extérieurs dans les plans de sauvetages. Dans ces conditions, pour apporter une véritable solution aux problèmes d'endettement au sein des pays, les programmes de désendettement doivent empêcher que le système monétaire international ne reproduise les charges de paiement de l'économie (ou des résidents) sur le pays en tant qu'ensemble. Le plan Schmitt s'inscrit dans cette perspective.

L'objectif de ce plan est d'empêcher que les paiements extérieurs des résidents ne provoquent un endettement du pays en tant qu'ensemble souverain. Étant donné que la réforme se situe à l'échelle d'un pays, son principe sera donc de mettre en place des opérations permettant de neutraliser les effets de la duplication sur l'économie. Pour atteindre cet objectif, elle préconise la mise en place d'un Bureau souverain scindé en deux départements : le département domestique et le département extérieur.

Le département domestique a pour rôle d'internaliser les paiements extérieurs des résidents afin d'empêcher que la monnaie nationale se transforme en finalité dans les paiements extérieurs. Pour ce faire, il va recevoir les dépenses extérieures des résidents en monnaie domestique et en contrepartie, payer les exportateurs nationaux. Lorsque le pays est déficitaire, il apparaît un gain net de revenu domestique qui est par la suite investi dans l'économie nationale car ce gain est final.

Le département extérieur quant à lui doit se charger de payer les exportateurs étrangers. De ce fait, il reçoit les paiements des importateurs étrangers afin de régler en contrepartie les exportateurs du reste du monde. Lorsque l'économie est importatrice nette, cela signifie que les dépenses des importateurs étrangers ne couvrent pas totalement les paiements des exportateurs à l'extérieur. Dans cette situation, pour payer les importations nettes, le département extérieur doit mener deux opérations instantanées. La première consiste à créer la contrepartie réelle des importations nettes en empruntant sur les marchés financiers et en prêtant au reste du monde. La deuxième opération consiste à emprunter la somme de monnaie nécessaire pour le paiement monétaire du partenaire étranger. Comme nous l'avons montré, l'acquisition des devises est gratuite pour le Bureau puisque la seconde opération est la continuité de la première. En effet, en cédant la contrepartie réelle des importations nettes de son économie dans la première opération, le Bureau obtient des devises qui lui permettent de régler l'exportateur étranger. Ainsi, l'emprunt ne coûte rien au pays en tant qu'ensemble.

Une simulation de la réforme confirme que la réforme empêche le surendettement des pays déficitaires du fait des paiements extérieurs. Du fait de la stabilité de change qu'elle apporte à l'économie, la réforme est aussi avantageuse lorsque le pays est en situation de surplus commercial. En supprimant l'endettement pathologique, le plan vient améliorer la solvabilité de l'économie nationale ce qui améliore le taux de couverture pour les créanciers étrangers.

En somme, en apportant l'ordre dans les paiements extérieurs du pays réformateur, la réforme ne lèse aucune des parties de l'économie internationale. Si cette réforme permet de protéger un pays monétairement indépendant contre la défaillance du système monétaire international, une question reste posée concernant les pays en union monétaire : comment une union monétaire comme la zone euro peut-elle protéger ses membres de la défaillance des paiements extérieurs ?

## **Chapitre 9 : Réforme des paiements dans les communautés économiques et monétaires : cas de la zone euro**

### **Introduction**

La création de l'euro est l'un des événements majeurs dans l'histoire de la mondialisation des économies. La construction de cette monnaie unique s'est fondée sur un ensemble d'étapes qui ont été marquées par des hauts et des bas. Comme l'indique Le Heron (2015, p. 1), « [l']Europe s'est souvent construite dans les crises et la conception de la BCE et de l'euro est largement expliquée par les nombreuses convulsions économiques et institutionnelles de ces cinquante dernières années, notamment la fin du système de *Bretton Woods* et la chute du mur de Berlin ». Toutefois, résultant d'un long processus de mise en commun des intérêts, les crises continuent de déstabiliser la monnaie unique européenne. En effet, les problèmes d'endettement souverain qui sont apparus depuis 2012 continuent d'affaiblir l'union à travers la détérioration des indicateurs de performance économique et la montée en puissance des eurosceptiques.

Face à ces crises, depuis le début du projet européen, les acteurs n'ont cessé de mettre en œuvre de nombreuses mesures afin de résorber les problèmes. Toutefois, les « solutions » proposées ne font que déplacer le problème car elles l'attribuent aux comportements des pays (Eichengreen, 2008 ; Lane, 2011, 2012, 2015 ; Reinhart et Rogoff, 2011d) plutôt qu'au système de paiement. En d'autres termes, elles traitent des symptômes plutôt que la maladie. De ce fait, les économies seront assignées aux politiques de rigueur budgétaire qui vont ralentir la croissance et augmenter le chômage tout le long du processus de construction monétaire européenne.

Aussi, face à la volatilité de change, la suppression des taux de change entre les pays à travers la mise en place d'une monnaie unique était vue comme un moyen de réduction de la

dette des pays de la périphérie principalement. Les pays n'ayant plus à défendre leur parité, le coût lié à cette politique pourrait être investi dans les économies. Si cette solution élimine la contrainte de change, lorsque la structure du système n'évolue pas, le problème réapparaît sous la forme d'un endettement lors des paiements pour affaiblir par la suite le projet. L'effet des réponses conjoncturelles apportées aux économies montre que les facteurs auxquels est attribuée l'origine des crises ne sont pas satisfaisants. L'analyse structurelle du système monétaire international semble constituer ainsi une alternative cruciale pour comprendre l'origine de ces crises perpétuelles et apporter les réformes nécessaires.

L'objet de ce chapitre est de proposer une réforme pouvant prémunir les pays de l'instabilité en général et de la crise d'endettement en particulier. Il met en relation la structure des paiements européens avec les crises qui perturbent son fonctionnement.

Le chapitre est composé de trois sections. Dans la première section, nous déterminons l'origine structurelle des crises qui ont émaillé le processus de mise en place du système monétaire européen. Elle explique qu'en dépit de la prétendue monnaie unique, il n'y a pas un véritable système de paiement comparable à celui qui serait en vigueur dans une zone monétaire unifiée. En effet, l'écèlement du Système Monétaire Européen se caractérise par l'insupportabilité des mesures d'austérité que les pays devraient prendre pour respecter et se maintenir dans les accords à l'issue des transactions effectuées par les résidents. Les effets pervers de ces politiques traduisent le coût de la duplication des paiements au sein de la zone euro.

La deuxième section quant à elle s'intéresse à l'architecture de l'Union Monétaire Européenne. Nous montrons que si la dénomination de l'euro est la même pour tous les pays membres de l'Union, en revanche il ne constitue ni une unité de compte unique, ni un moyen de paiement unique. En conséquence, l'euro n'est pas une monnaie unique comme prétendu par l'opinion commune. Cette structure défailante altère la formation des dettes intra-européennes.

Dans la troisième section, nous proposons des réformes capables d'éviter les crises qui ont parsemé le processus de la mise en œuvre l'euro. Elle propose deux réformes en dégageant les avantages et les inconvénients de chacune.

## **9.1. Les tentatives européennes pour se protéger contre les problèmes de paiements**

L'idée d'une intégration européenne naît à partir des problèmes de paiements que les pays ont connu. En effet, à la sortie de la seconde guerre, face à la pénurie du dollar et au challenge de la reconstruction, les pays européens comprirent qu'il est hasardeux de relever ces défis de manière individuelle. Ainsi, à partir de 1945, les pays signèrent des accords bilatéraux qui permettaient aux pays pauvres de payer leurs déficits extérieurs en monnaie nationale (James, 1951 ; Jaoul et Schloesing, 1954). Étant donné que les paiements en monnaie nationale ne sont pas libératoires, ces accords ne sont que des sources d'accumulation de la dette souveraine pour les pays. En effet, malgré le rétablissement de la convertibilité entre les monnaies, le règlement des déficits extérieurs se fait sur la base de taux de change relatifs entre les monnaies. Or dans un système de change relatif, la monnaie survit à l'échange en devenant une finalité. Dans ces conditions, le paiement des déficits extérieurs nécessite de supporter de façon distincte les paiements en termes réels et les règlements en termes monétaires. Les paiements extérieurs sont donc doubles. A la sortie de la guerre, les pays étant surendettés, la duplication des paiements extérieurs venait détériorer la position extérieure des pays déficitaires. Les accords bilatéraux ne permettaient donc pas un véritable développement des échanges entre pays du fait de l'absence d'un véritable moyen de paiement (James, 1951).

Un « comité des paiements » est créé à la seconde moitié de l'année 1947 afin de corriger cette défaillance. Le rapport de ce comité préconisait la mise en place d'un système de compensation multilatérale des dettes entre les différents pays. Cette proposition n'est pas partagée par les pays créanciers de l'Europe. Il a fallu attendre l'aide Marshall conditionnelle pour relancer les échanges. En effet, le 16 octobre 1948, les pays européens vont s'appuyer sur le plan Marshall pour organiser les paiements sous la gestion de l'Organisation Européenne de Coopération Économique (OECE) (Gozard, 1951 ; James, 1951). Cette nouvelle organisation consistait pour les pays en surplus d'accorder des « droits de tirage », qui sont un certain niveau de crédit, aux pays déficitaires à partir de la projection du solde courant (James, 1951). En contrepartie, les pays en surplus recevaient l'aide Marshall d'un montant égal aux « droits de tirage » que les pays déficitaires ont effectivement utilisé. Le dollar devient ainsi comme la monnaie d'une tierce partie qui permettrait de rendre libératoires les paiements européens. Les pays européens se « payaient » en dollars et pouvaient payer leurs importations des États-Unis en dollars également (James, 1951). Cependant, caractérisée par une forte accumulation de la

dette et la non-convertibilité des monnaies européennes, l'OECE n'a pu constituer une véritable alternative aux problèmes monétaires et de paiements en Europe (James, 1951 ; Jaoul et Schloesing, 1954).

Imputant cet échec au caractère bilatéral des accords et au problème de convertibilité (Gozard, 1951 ; James, 1951 ; Jaoul et Schloesing, 1954), à l'issue de plusieurs pourparlers, l'OECE met en place l'Union Européenne des Paiements le 19 septembre 1950. L'objectif de l'UEP est « *d'organiser un système multilatéral de paiements entre pays européens, système « fait pour durer » et tel qu'il ne puisse pas « entraver ultérieurement le retour au multilatéralisme intégral des échanges », c'est-à-dire se prêtant au rétablissement ultérieur de la compensation triangulaire entre les pays membres du système et tous les autres* » (James, 1951, p. 563). Composé de 17 pays membres, l'UEP va chercher à résoudre le problème de convertibilité de certaines monnaies par le biais d'un système de compensation global où les comptes seront centralisés auprès de la Banque de Règlements Internationaux (BRI) (Auboin, 1954 ; Gozard, 1951 ; Oppermann, 2000). Si le système de compensation globale constitue un pas important pour la mise en place d'un véritable système de paiement, elle est insuffisante. En effet, telle que défini dans les accords, la compensation n'est que financière. Dans ces conditions, à l'issue de la compensation, il faudrait régler les soldes financiers. L'absence d'une véritable institution de paiement fait que cela était impossible. Cette situation va engendrer une forte accumulation de la dette entre pays. Malgré la possibilité donnée par la Grande-Bretagne de rendre sa monnaie « transférable » au sein de l'UEP (Lelart, 1994), les pays sont contraints de régler leurs positions financières par une nouvelle dette (emprunt du livre sterling). Les positions des pays dans l'UEP seront finalement liquidées le 27 décembre 1958 (Oppermann, 2000 ; Penglaou, 1959).

Face à la défaillance de l'UEP, le 5 Août 1955, les pays vont signer l'Accord Monétaire Européen (AME) afin de « *faciliter les règlements entre les monnaies désormais convertibles, grâce à un nouveau système qui devait assurer aux Banques centrales le règlement des engagements pris par les pays déficitaires* » (Oppermann, 2000, p. 8). Cet accord va prolonger l'UEP jusqu'au 30 juin 1956. Signé en 1955, l'AME ne sera mise en œuvre qu'au 1<sup>er</sup> Janvier 1959 (Penglaou, 1959). L'AME permettra la convertibilité des monnaies européennes avec une limitation des fluctuations (von MANGOLDT, Nahillon et von Mangoldt-Reiboldt, 1960). Toutefois, la nature relative qui caractérise les taux de change constitue le talon d'Achille de

l'AME. Comme expliqué par Triffin (1989, p. 16), l'AME « *s'avéra rapidement être une enveloppe vide de coopération monétaire européenne* ».

L'approche multilatérale de l'AME qui a permis de faciliter la conversion des monnaies européenne, fait prendre conscience aux pays européens de leur commun destin. Dans ces conditions, la mise en place d'un marché unique est nécessaire pour conjuguer leurs intérêts économiques. Le sommet de Rome s'inscrit dans ce sens et vise à faire converger leurs intérêts économiques. Il naquit de cette rencontre le traité de Rome qui consacre la création de la communauté économique européenne. L'objectif de la conférence est de créer et de renforcer les interdépendances économiques entre les pays européens afin de décourager d'éventuels conflits. En d'autres termes, il s'agit pour les pays de s'investir dans la recherche de la paix à travers leur implication dans la coopération économique (Eichengreen, 2008). Après cette union économique, le cours des événements va montrer que pour atteindre ses objectifs, l'union économique doit être accompagnée d'une union monétaire qui met en place un système de paiement sain. La mise en place de cette union monétaire va se caractériser par diverses crises qui traduisent les défaillances du système.

Cette section examine les différents problèmes qui ont affecté les principales étapes de la mise en œuvre du processus d'intégration monétaire afin de définir leur cause et mettre en exergue des réformes adaptées à l'idéologie européenne. Nous analysons de ce fait dans un premier point les accords du serpent monétaire et dans une seconde sous-section, nous étudions les causes du dysfonctionnement de l'ECU.

### **9.1.1. Le serpent monétaire**

La sortie de la Seconde Guerre mondiale a hérité de l'instabilité monétaire internationale de l'entre-deux-guerres qui va conduire au chaos en Europe. Malgré les accords de Bretton Woods pour contenir les fluctuations de change et rétablir la conversion des monnaies, les pays européens n'arrivent pas à stimuler efficacement leur politique de relance économique. Des négociations sont entreprises entre les pays européens afin d'isoler les différentes économies de cette instabilité. De ces discussions naît le serpent monétaire qui constitue le premier accord monétaire dans le processus d'unification monétaire européen. Dans les lignes qui suivent, après avoir décrit le fonctionnement du serpent monétaire, nous déterminons les causes de son éclatement.

### 9.1.1.1. Fondements théoriques du serpent monétaire

La volatilité des changes dans les accords de Bretton Woods a constitué une véritable menace au projet d'union économique européenne. En effet, une meilleure libéralisation commerciale nécessite une stabilité des changes. Or, à partir des années 1960, le système monétaire international sera caractérisé par une instabilité de change continue. Cette situation mettait en péril la mise en œuvre des accords de Rome. Aussi, il faut noter que l'instabilité de change pendant l'entre-deux guerres en Europe s'est soldée par des crises d'hyperinflation. Pour éviter l'éclatement de l'union économique et les crises d'hyperinflation, des réformes monétaires s'avèrent capitales.

Pour se faire, la Communauté Economique Européenne (CEE) met en place une commission sous la direction de Pierre Werner qui sera chargée de réfléchir sur de telles réformes afin de protéger l'union des effets pervers de l'instabilité monétaire internationale. La commission ne perçoit pas l'instabilité comme le produit d'une pathologie structurelle dans le système des paiements, mais comme le résultat d'un déséquilibre qui viendrait du manque d'harmonisation des politiques économiques. Ainsi, l'objet du plan Werner ne sera pas de construire un système de paiement sain, mais « *de déterminer les éléments indispensables à l'existence d'une union économique et monétaire complète* » (European Council et Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1970, p. 9, nous traduisons). Une union économique et monétaire complète se définit comme un espace qui se caractérise par la libre mobilité des biens et services, des capitaux et des personnes. Conséquemment, l'union monétaire définit un espace de libre conversion des monnaies nationales et de mouvement de capitaux. La commission identifie donc la stabilité des changes au niveau interne et externe comme le facteur incontournable à la mise en place de cette union monétaire.

Pour atteindre son objectif, la commission Werner distingue un processus d'intégration en trois phases. La première étape consiste à la coordination des politiques monétaires et fiscales afin d'harmoniser leurs effets sur les taux de change. En d'autres termes, il s'agit d'éviter que les membres ne mènent des politiques de change compétitives entre eux à l'image de la situation de l'entre-deux-guerres. La deuxième phase porte sur la stabilité des changes dans l'Union. Ainsi, elle consiste à limiter « *de facto* les fluctuations des taux de change entre leurs monnaies à des marges plus étroites que celles résultant de l'application des marges en vigueur pour le dollar au moment de l'adoption du système » (European Council et Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1970, p. 22, nous traduisons). Inspiré de



l'architecture des accords de Bretton Woods, à cette phase, la Commission recommande la création d'un fonds de coopération monétaire. À l'image du FMI dans les accords de Bretton Woods, ce fonds dépannerait les pays présentant des problèmes de balance de paiement en leur octroyant des crédits de court terme. La dernière étape du processus consiste en une fixation irréversible des taux de change, à la suppression du contrôle des mouvements de capitaux et à la création d'un système bancaire unifié pour la conduite de la politique monétaire au sein de la communauté.

La stratégie d'unification monétaire proposée par la commission Werner convainc les autorités de la CEE du fait de la conjoncture du moment. En effet, après la démonétisation de l'or et la non-convertibilité du dollar en or, le système monétaire international s'est caractérisé par une forte volatilité des changes (Truman, 2010, 2012, 2017). Face à la pression exercée sur le dollar dans le nouveau régime de l'étalon de change dollar, le besoin de protection de la communauté était pressant. Aussi, certains pays du continent notamment la France et l'Angleterre étaient en désaccord avec le rôle du dollar comme monnaie principale dans l'espace international. En conséquence, le plan Werner est vu comme une alternative à l'étalon dollar. Les autorités s'accordent ainsi en mars 1972 sur la mise en œuvre des recommandations de la commission Werner pour la stabilisation des changes. Les fluctuations des monnaies européennes par rapport au dollar sont limitées à  $\pm 2,25\%$ . En d'autres termes, les variations du taux de change entre les membres de la communauté ne doivent pas s'écarter de 4,5% d'intervalle dans l'ensemble.

Le fonctionnement du serpent monétaire sera caractérisé par deux phases marquées par la modification du régime de change. La première phase s'étend du début du serpent monétaire à la fin des accords de Bretton Woods. Au cours de cette période, les États-Unis menaient une politique de change passive conformément à ce qui était défini dans les accords. Dans cette situation, du fait des limites définies par le serpent, les fluctuations étaient harmonisées : les monnaies se dépréciaient et se réévaluaient ensemble. Les accords de contrôle de change de cette période sont qualifiés de « serpent dans le tunnel » car, du fait de la fixité du dollar, les bornes de fluctuation étaient elles-mêmes stables.

À partir de 1973, avec l'écroulement des accords de Bretton Woods, qui est synonyme de la fin de la passivité des États-Unis sur le marché de change, le « serpent du tunnel » devient le « serpent du lac ». C'est la deuxième phase de fonctionnement du serpent monétaire. En effet, durant cette période, l'étalon de référence devient instable du fait des politiques de change

actives des États-Unis. L'harmonie qui caractérisait ainsi la première phase est anéantie par la fluctuation du dollar. Les coûts liés au maintien de ces limites vont amener les pays à laisser fluctuer leur monnaie indépendamment du dollar (Allen, 2009 ; Kenen et Meade, 2008). Conséquemment à cette phase, un nouvel accord de change sera négocié pour supprimer l'intervalle de fluctuation par rapport au dollar. Les limites de fluctuation seront définies de façon bilatérale dans un intervalle de 4,5% (Baldwin et Wyplosz, 2015, p. 333-335).

#### **9.1.1.2. Limites de l'arrangement du serpent monétaire**

La mise en œuvre du serpent monétaire fut globalement un échec. Cet échec constitue un tournant majeur du plan Werner dans la mesure où le serpent était un prélude à une union monétaire complète. Ce fiasco compromet ainsi la suite du processus. Les causes des problèmes qui ont ébranlé le serpent monétaire sont à rechercher au niveau des éléments conjoncturels sur lesquels le système repose. Deux facteurs sont principalement mis en avant pour définir les raisons de l'éclatement de l'accord. Le premier facteur est la divergence des politiques monétaires entre les pays. En effet, le choc pétrolier de 1973 provoque dans les économies européennes le chômage, une augmentation de l'inflation et partant une détérioration de la position extérieure. Il s'en suit une pression à la fluctuation des changes. Le maintien des taux de change dans les limites prévues par les accords nécessite dans ces conditions des politiques monétaires restrictives qui auraient amplifié les effets pervers du choc pétrolier. Dans cette situation, il est difficile pour les pays de faire converger leurs politiques monétaires dans la mesure où elles doivent s'adapter à des niveaux de besoin différents. Selon Eichengreen (2008), cette conjoncture a affaibli l'harmonisation des politiques économiques qui était une condition nécessaire à la réussite du serpent.

Le second facteur expliquant l'éclatement des accords du serpent monétaire est l'incompatibilité entre la mobilité des capitaux et l'autonomie de la politique monétaire. Selon Baldwin et Wyplosz (2015, p. 355, traduite) effectivement, « *les contrôles des capitaux étaient souvent en place, mais ils n'étaient pas stricts et pouvaient de plus en plus être contournés, alors qu'il n'y avait aucune restriction aux politiques monétaires nationales* ». La libéralisation des capitaux recommandée par le plan Werner serait ainsi en contradiction avec la politique de contrôle de change d'où l'échec du serpent monétaire à la suite du choc pétrolier.

Si l'avènement d'une conjoncture internationale défavorable met en exergue toute la difficulté du maintien des pays dans les accords, l'origine de l'éclatement du serpent ne peut

s'expliquer par des causes conjoncturelles. Comme noté dans les caractéristiques d'un véritable système de paiement, le paiement des déficits n'affecte pas le taux d'interchangeabilité entre les monnaies des banques secondaires. Dans ces conditions, la structure du serpent monétaire remplissait les caractéristiques d'un système de paiement, les mouvements de capitaux et la divergence des politiques entre pays ne devraient pas affecter les taux de change. Cette structure de paiement est indépendante des conjonctures économiques.

Une analyse de la structure de fonctionnement du serpent monétaire montre que l'instabilité du système découle d'une défaillance structurelle lors des paiements. Cette défaillance se situe à deux niveaux : externe et interne à la communauté économique européenne. Au niveau externe, les taux de change entre les monnaies européennes et le dollar (le principal moyen de paiement international) sont de nature relative. De ce fait, le règlement des échanges internationaux implique non seulement que les résidents cèdent une partie de leur revenu national, mais aussi que le pays en tant qu'ensemble souverain dépense pour acquérir le moyen de paiement nécessaire à la transmission du règlement des résidents. Si la dépense de revenu par les résidents n'est pas pathologique en soi, le coût d'acquisition du moyen de paiement relève d'une pure anomalie. Dans le serpent monétaire, pour maintenir des fluctuations de taux de change dans l'intervalle défini les pays supportent un coût. Lorsque le taux de change se dévalue au-delà de celui défini par l'intervalle, les autorités monétaires sont contraintes par le respect des accords de se procurer ou de vendre des devises sur le marché de change pour rétablir l'équilibre. Inversement, en cas d'appréciation de change au-delà de l'intervalle défini par les accords, les autorités doivent acheter des devises sur le marché de change pour ramener le taux de change dans les bornes définies. Le coût supporté par les pays lors des politiques de stabilisation de change, afin de maintenir les taux de change dans les limites définies par les accords, est un coût pathologique généré exclusivement par la nature relative des relations de change. Les mouvements de change qui ne devraient pas exister lors des paiements sont donc la source de l'instabilité du serpent monétaire. En effet, comme expliqué par Maserà (1987, p.2, traduite), *« la chute du dollar pendant cette période, associée aux fluctuations des taux de change, menaçait la cohésion de la Communauté en incitant les pays à procéder à des dévaluations compétitives. L'idée que la faiblesse de la monnaie américaine devait être compensée par une zone de stabilité monétaire en Europe s'est renforcée : un nouveau Bretton Woods de l'autre côté de l'Atlantique »*<sup>137</sup>. Les pays ont mis

---

<sup>137</sup> Cité par Ferri (1990, p. 4).

ainsi en place des mesures restrictives afin de réduire les importations et contenir les fluctuations de change. La restriction des importations est contraire à l'objectif du projet européen qui vise à augmenter les échanges intra-communautaires.

Par exemple, en Allemagne, face au choc pétrolier et au chômage, les autorités continuèrent de mener des politiques de compression de la croissance afin de maintenir le taux de change dans les accords du serpent monétaire. La France quant à elle, face à la pression du chômage, mît fin aux mesures restrictives qui lui permettaient de se maintenir dans le cadre du serpent monétaire pour engager des politiques expansionnistes (Overturf, 1997, p. 18). Cette situation contrainst la France à se retirer de l'accord et à laisser fluctuer librement sa monnaie face au dollar. En d'autres termes, si l'Allemagne est restée dans les accords, c'est parce qu'elle accepta de supporter le coût pathologique des paiements extérieurs que ceux-ci nécessitaient. Le retrait de la France traduit ainsi son refus de supporter le coût pathologique des paiements qu'exige la structure du serpent monétaire<sup>138</sup>. L'une des raisons qui expliquent l'échec du serpent monétaire est que celui-ci ne permet pas de protéger les pays européens contre la duplication des paiements extérieurs vis-à-vis des partenaires non communautaires.

Dans le serpent monétaire, les paiements des déficits intra-européens sont également dupliqués. En effet, l'absence de monnaie de paiement entre les pays signataires fait que les règlements des échanges entre eux exercent une pression à la fluctuation de change. Les politiques mises en œuvre pour maintenir le change dans l'accord du serpent sont le second coût des paiements intra-européens. Selon Cairncross et al. (1974, p. 14-17) ces politiques se caractérisent entre autres par la contraction des politiques budgétaires et monétaires, les mesures de lutte contre l'inflation à l'intérieur de l'économie et la levée d'obstacles empêchant l'ajustement de l'emploi. Il apparaît donc que pour atteindre la stabilité de change comme définie dans le rapport Werner, l'économie se trouve dans l'obligation de s'enraciner au chômage à travers les politiques restrictives. Ce coût traduit la duplication des paiements intra-européens traités de problème de transfert par Keynes (1929).

Si les paiements n'étaient pas biaisés, aucun pays de l'union ne devrait mener des politiques restrictives du fait de ses règlements avec les membres de la communauté. Face à cette duplication, la France, l'un des principaux architectes du serpent se retire temporairement

---

<sup>138</sup> Notons que le retrait de la France ne supprime pas ce caractère pathologique. Ce retrait lui permet de se libérer seulement des contraintes imposées par le serpent monétaire.

le 19 janvier 1974 de l'accord<sup>139</sup> dans le but de mieux répondre au besoin d'emplois de son économie. Accordant assez d'intérêt à la promotion de l'emploi, la Grande-Bretagne et le Danemark évitent de subir cette contrainte de stabilité de change en se retirant des accords en juin 1972 après moins de deux mois d'intégration (Coffey, 1987 ; Eichengreen, 2008 ; Kenen et Meade, 2008). Le Royaume-Uni aura perdu environ 30% de ses réserves en moins de deux mois (Coffey, 1987, p. 19) afin de se maintenir dans les accords de fluctuation. Contrairement aux autres pays qui se sont retirés, la Grande-Bretagne ne rejoindra plus le serpent monétaire jusqu'à son éclatement.

Les accords du serpent monétaire prévoyaient des crédits de court et de très court terme pour les pays à monnaie faible. Craignant l'inflation, l'Allemagne, principale pourvoyeuse de crédit, renonce à octroyer des crédits aux pays (Eichengreen, 2008). La raison profonde de cette inquiétude est la possibilité que ce crédit ne vienne ne devienne une source d'inflation. Cette situation va affaiblir les crédits octroyés aux pays.

Selon les analyses, la faiblesse des crédits octroyés n'aurait pas permis de compenser les coûts liés au respect de l'accord. Comme l'explique Coffey (1987, p. 14, traduite), « *[e]n échange d'un plus grand degré d'autodiscipline économique et monétaire entre ces États, un montant beaucoup plus important de crédits aurait dû être mis à la disposition des pays participants confrontés à des problèmes de balance des paiements* ». Le crédit permettrait donc d'amortir les effets pervers de la stabilisation de change sur l'économie. Toutefois, plutôt que de compenser les coûts de maintien du taux de change dans l'intervalle défini, les crédits viennent se substituer à ces derniers. En effet, en empruntant pour éviter les fluctuations de change, les pays se retrouvent avec une dette dont l'objet est purement monétaire. La dette souveraine vient ainsi se substituer au coût économique de stabilisation de change. Les crédits ne permettent pas d'éviter la défaillance structurelle du Serpent. Les paiements intra-européens dans les accords du serpent monétaire souffrent donc d'une duplication pathologique.

En résumé, l'incapacité du serpent monétaire à stabiliser le taux de change s'explique par la duplication des paiements extérieurs. S'il est vrai que l'instabilité du change est une question essentielle dans les échanges internationaux, l'analyse de la nature des taux de change montre que leur volatilité n'est que la conséquence d'un dysfonctionnement structurel. En effet, pour stabiliser le niveau du taux de change, les pays doivent supporter soit un coût économique

---

<sup>139</sup> Elle n'y retournera qu'une année et demie plus tard.

(politiques économiques restrictives) soit s'endetter. Ces coûts sont pathologiques dans la mesure où leur objet est purement monétaire. Ainsi, en lieu et place de chercher à contenir l'instabilité de change, toute réforme efficace visant à protéger une communauté économique des effets néfastes des paiements internationaux doit inéluctablement supprimer la duplication des paiements extérieurs qui est à la base des fluctuations de change.

### **9.1.2. Le système Monétaire Européen**

Cette section traite du fonctionnement du Système Monétaire Européen (SME) et met en avant ses limites structurelles.

#### **9.1.2.1. Le mécanisme de change européen**

L'échec du serpent monétaire va conduire les pays (principalement la France et l'Allemagne) à rechercher une meilleure alternative dans leur processus d'intégration monétaire et économique. Il s'agira ainsi pour eux de dégager les défauts qui ont miné le fonctionnement du serpent monétaire afin de mettre en œuvre des mesures correctives efficaces. Si pour la France, l'instabilité des changes est à l'origine du fiasco monétaire dans l'Union, pour les autorités allemandes les raisons de l'échec du serpent monétaire sont à rechercher également dans la volatilité des prix (Coffey, 1987 ; Eichengreen, 2008 ; Kenen et Meade, 2008). De ces diagnostics naît en 1978 le Système Monétaire Européen (SME) afin de prendre en compte ces deux principales défaillances<sup>140</sup>. Par définition, le SME « *est [un] mécanisme de change (ERM), un système de taux de change fixes et ajustables géré conjointement et soutenu par un soutien mutuel* » (Baldwin et Wyplosz, 2015, p. 336, nous traduisons).

Quatre principes essentiellement centrés sur le contrôle des taux de change vont cadrer le fonctionnement du SME. Le premier principe est similaire à celui du fonctionnement du serpent monétaire. Il s'agit pour les pays de contenir la fluctuation des taux de change entre les

---

<sup>140</sup> En plus des observations effectuées par la France et l'Allemagne, les pays de la périphérie vont partager également ces observations, mais défendront la nécessité de mettre en œuvre un degré plus élevé d'intégration économique et politique pour contrer la politique égoïste des États-Unis avec son dollar hégémonique (Eichengreen, 2008 ; Ferri, 1990 ; Overturf, 1997). « *Ainsi, le décor est planté pour la construction d'un système qui doit être supérieur à l'ancien accord "Serpent"* » (Coffey, 1987, p. 20, traduite).

monnaies européennes dans un intervalle de  $\pm 2,25\%$ <sup>141</sup>. Toutefois, contrairement à l'accord précédent, la responsabilité du maintien du taux de change n'est plus du ressort du seul pays, mais simultanément de ceux à monnaie principale et forte<sup>142</sup>. Cette contrainte est similaire à celle des accords de Bretton Woods.

Ensuite, étant donné que le maintien des taux de change dans l'intervalle engendre des coûts, il était nécessaire de définir les modalités pour satisfaire le besoin de financement afférant. Le deuxième principe institue de ce fait la nécessité pour les pays de se supporter mutuellement afin de se maintenir dans l'intervalle de fluctuation. Lorsqu'un pays à monnaie faible par exemple doit intervenir sur le marché des changes pour défendre sa parité d'une dépréciation excédant les normes définies par le Mécanisme de Change (MC), il devra acheter sa propre monnaie sur le marché en vendant une monnaie principale. Suivant ce principe, si le pays n'a pas des réserves suffisantes pour faire face à son besoin de financement, il peut emprunter sur les marchés financiers ou auprès d'autres partenaires financiers. Cette possibilité de financement détériore la position extérieure. Cependant, craignant l'effet inflationniste de son financement extérieur, l'Allemagne fera introduire l'obligation de mettre en place des politiques anti-inflationnistes par les pays en difficultés afin de soutenir le dispositif de maintien de la stabilité des changes.

Le troisième principe autorise un pays en déséquilibre prolongé de réviser son taux de change. Avec l'accord des autres participants au Mécanisme de Change, il s'agit essentiellement pour les pays de déprécier la monnaie faible et/ou d'apprécier celle forte. Ce principe implique donc que les pays perdent le contrôle de leur taux de change au profit d'un consensus communautaire.

Enfin, le système met en place l'ECU (European Currency Unit) comme la cheville ouvrière selon les termes de Coffey (1987) du mécanisme de change. À l'image des DTS dans le système de Bretton Woods, l'ECU représente un panier de monnaies européennes. Parallèlement, le Fonds Monétaire Européen est créé pour gérer ce panier. La proportion de chaque monnaie dans ce panier est fonction de la part du commerce du pays dans les échanges

---

<sup>141</sup> Du fait de ces conditions politiques et économiques difficiles, l'Italie obtiendra un sursis qui l'autorise à laisser fluctuer sa monnaie sur une marge de  $\pm 6\%$ .

<sup>142</sup> Les monnaies principales sont le franc et le mark. Les monnaies des autres pays, quant à elles, sont secondaires dans le système (Eichengreen, 2008).

intra-européens, la part de sa production et de sa quote-part dans la mutuelle de soutien financier<sup>143</sup>.

L'ECU est initialement conçu comme une unité de compte pour les États et non pour le secteur privé. Mais très rapidement, l'ECU va jouer un rôle essentiel dans l'architecture monétaire internationale et élargir son rôle initial. En effet, l'usage de l'ECU va se répandre dans les échanges du secteur privé. Quatre rôles principaux seront assignés à l'ECU dans le but de stabiliser le SME (Fratianni, 1980 ; Vaubel, 1980). La première tâche attribuée au panier de monnaies européennes est de servir de numéraire dans le système de change. Selon Vaubel (1980), en tant que numéraire, l'ECU rend les ajustements de change plus difficiles qu'ils ne l'étaient sous le serpent monétaire. Suivant cette interprétation, lorsqu'un accord est trouvé à l'issue d'une négociation bilatérale de dévaluation ou d'appréciation de change, il faudrait exprimer cette nouvelle parité en ECU de sorte à maintenir sa valeur extérieure stable. Les modifications de parités dans le SME se feraient donc en deux temps. Aussi, l'ECU serait un numéraire stable sur le marché des changes dans la mesure où, ne constituant pas une monnaie, il échapperait à la spéculation sur les marchés financiers. Pour Bordo, Schwartz et De Grauwe (1989, p. 6, traduite), en tant qu'unité de compte, l'ECU « *fournit une règle de mesure dans laquelle les monnaies et donc le niveau des prix en termes de différentes monnaies des pays membres peuvent être facilement convertis* ».

L'ECU est également vu dans les accords comme une référence de l'indicateur de divergence. La divergence traduit un écart fondamental du taux de change d'une monnaie donnée par rapport à l'intervalle de fluctuation défini par les négociations. En tant qu'indicateur de divergence, l'ECU servirait donc à définir pour les pays le seuil dans lequel une intervention est nécessaire pour s'aligner dans l'intervalle de fluctuation ou la limite au-delà de laquelle ils doivent mettre fin à l'intervention de sorte à ne pas léser les autres pays (Dehousse, 1995 ; Thygesen, 1979 ; Vaubel, 1980). C'est pourquoi selon Thygesen (1979, p. 112, traduite), cette propriété de l'ECU « *représente, pour la première fois dans l'histoire monétaire d'une Communauté et du monde, un accord sur l'utilisation d'un indicateur objectif comme déclencheur de la coordination des politiques* ».

---

<sup>143</sup> À ses débuts (13 mars 1979), l'ECU sera composé de neuf monnaies : le mark allemand, la livre britannique, la livre irlandaise, la lire italienne, le franc français, le franc belge, le franc luxembourgeois, le florin néerlandais, la couronne danoise. La drachme grecque entre dans le panier le 15 septembre 1984 (L'Huillier, 2014). À la fin de l'année 1986, l'escudo portugais, et la peseta espagnole rejoindront à leur tour le panier de l'ECU (Coffey, 1987).



En outre, L'ECU est considéré comme un dénominateur pour les facilités de crédit dans la communauté. Selon Vaubel effectivement, l'augmentation du crédit aurait un effet sur le poids des différentes monnaies dans le panier de l'ECU. L'ECU donne ainsi au pays une option supplémentaire pour faire face à d'éventuelles difficultés. Par exemple, avec la nouvelle unité de compte, Vaubel (1980, p. 193, traduite) explique qu'un pays « *peut désormais réduire le pouvoir d'achat de ses engagements par la dévaluation parce que sa propre monnaie dévaluée fait partie du panier de l'écu* ».

Enfin, l'ECU est vu comme un moyen de paiement international. L'ECU étant créé contre des dépôts en dollar, en or ou en monnaie des pays membres, il constitue un actif net qui octroie à son détenteur des droits de tirage sur une des monnaies dans le panier pour effectuer les paiements. selon Vaubel (1980), l'ECU est similaire à des actifs en réserve. Dans ces conditions, en tant que moyen de paiement, il n'a aucun effet sur la liquidité internationale.

En plus de ces quatre caractéristiques du panier monétaire européen, d'autres auteurs mettent en avant deux autres caractéristiques. Il s'agit du problème de redondance dans le mécanisme de change et la caractéristique de monnaie parallèle. En effet, selon Mundell (1963), dans un système monétaire international à  $n$  monnaies, seuls  $n-1$  pays peuvent atteindre l'objectif de stabilisation de change. Le  $n^{\text{ième}}$  pays quant à lui doit s'abstenir d'intervenir sur le marché des changes. Aucune contrainte de change ne devrait se poser à cette monnaie par rapport à laquelle les autres définissent leur objectif. En introduisant l'ECU en tant que monnaie neutre, celle-ci devient la  $(n+1)^{\text{ième}}$  monnaie dans le système selon Vaubel (1980) et Fratianni (1980). En conséquence,  $n$  pays peuvent atteindre l'objectif de stabilisation de change ainsi, aucun pays ne devrait jouir de privilèges exorbitants du simple fait d'avoir une monnaie de référence.

### **9.1.2.2. Les limites**

Suivant les partisans du SME, sa mise en œuvre s'est traduite par une stabilité économique relative. En effet, les auteurs expliquent que, pendant l'opérationnalisation du SME, les taux de changes auraient été globalement stables dans la communauté européenne. La stabilité de change a transformé informellement les taux de change ajustables en taux de change fixes pendant la période du SME malgré les chocs extérieurs. Cette stabilité aurait permis, selon Giavazzi, Giovannini et Branson (1988), de contenir l'inflation. Ensuite, la réduction du risque de change et la baisse du coût d'utilisation de monnaies distinctes du fait

de la stabilisation de change, auraient augmenté le gain de l'intégration des marchés. Par ailleurs, la baisse de la volatilité sur le marché des changes aurait permis de baisser le contrôle des capitaux par les pays, ce qui constituerait une marche de plus vers une monnaie unique. Enfin, la faible symétrie du SME permettrait d'isoler les effets des politiques monétaires menées par les pays leaders notamment l'Allemagne. Toutefois, une analyse de la structure du SME met en cause cette description vertueuse du fait de l'absence de véritables paiements.

Deux phases se distinguent dans le fonctionnement du SME. La première est marquée par le contrôle des capitaux et la seconde est marquée par leur libéralisation. Dans la première phase, le contrôle des capitaux aurait réduit les interventions de change (Eichengreen, 2008). Cette situation s'explique par le fait que les pays réduisaient le coût de financement des déficits extérieurs en empêchant leur apparition. Comme l'explique Coffey (1987), la stabilisation des changes de cette phase est relative aux fortes fluctuations constatées dans les accords du Serpent. Par ailleurs, le contrôle des mouvements de capitaux est défavorable au processus d'intégration économique en général et des marchés ; donc contraire à l'esprit du traité de Rome.

À la libéralisation des capitaux au cours de la seconde phase, les ajustements de change sont devenus coûteux pour les pays. Cette augmentation du coût de financement des règlements extérieurs rend plus apparentes les défaillances du système de paiement non aperçues à la première phase. Le coût des ajustements de change est entre autres, la perte de réserves de change en France et en Belgique, un déficit budgétaire insoutenable et une forte inflation en Italie et des politiques déflationnistes au Danemark, au Pays-Bas, en Angleterre, et en Irlande (Coffey, 1987 ; Eichengreen, 2008). La stabilisation des changes tant vantée par les partisans du SME sera ainsi caractérisée par le chômage et la récession économique. Le SME souffrait ainsi de la même pathologie que l'arrangement du serpent monétaire. En d'autres termes, le système souffrait du double financement distinct des paiements extérieurs.

Cette pathologie va se manifester dans le SME à travers les « quatre I » de Ponsot (2016). À la fin des années 1980 effectivement, le système monétaire européen sera marqué par l'Instabilité de change au Portugal, Italie, Espagne, l'Incertitude sur le marché des changes en France marqué par les attaques spéculatives, le ralentissement de la croissance en Allemagne et l'euroscélérose marquées par la compression de la demande globale (Insuffisance de la demande globale) et l'Iniquité par le creusement des déséquilibres entre les pays européens. Les tentatives mises en œuvre pour inverser cette tendance furent globalement un échec, ce qui

conduit à repenser l'intégration monétaire européenne (Baldwin et Wyplosz, 2015, p. 337-140 ; Eichengreen, 2008, p. 164-166 ; Lucarelli, 2013, p. 41-44).

La principale révolution dans le SME est l'introduction de l'ECU comme unité de compte pour empêcher la volatilité de l'étalon de référence comme ce fut le cas dans le serpent monétaire. L'analyse des prérogatives, précédemment soulignées, conférées à l'ECU montre que celles-ci laissent subsister la nature pathologique des paiements extérieurs. D'abord, pour être étalon de mesure, l'ECU devra être une simple unité de compte sans valeur intrinsèque. En d'autres termes, en tant qu'unité de compte, la monnaie est un flux. Comme l'explique Cencini (1995, p. 13, traduite), « [l]'idée que l'argent est une unité de compte purement numérique vient de l'impossibilité de doter les banques de la faculté de créer un actif monétaire *ex nihilo*, et de la nécessité logique d'expliquer l'origine de la monnaie sans avoir recours à des revenus. En tant qu'unité de compte, la monnaie n'est ni un actif ni un passif net, mais simultanément un actif et un passif dont la fonction est de "compter" les produits et non de définir leur contrepartie de valeur ». Or, par définition, l'ECU est un actif net et ne peut remplir pleinement le rôle d'unité de mesure. En effet, l'utilisation de l'ECU comme instrument d'harmonisation de la valeur des échanges suppose d'acquérir préalablement cet étalon. Dans ces conditions, lors du paiement des déficits extérieurs, les pays doivent supporter le coût d'acquisition de l'ECU et ensuite le coût d'achat des biens réels.

En plus, l'une des prérogatives de l'ECU est qu'il devait jouer le rôle de moyen de paiement intra-communautaire. Malgré son usage élargi, l'ECU ne respecte pas les normes d'un véritable moyen de paiement. En effet, dans les règlements des économies modernes, chaque paiement donne naissance à une monnaie et à sa destruction immédiate après avoir véhiculé les produits réels comme expliqué dans la première partie. Or, en tant que panier de monnaies l'ECU est plus un actif net qu'une monnaie véhiculaire créée pour prolonger le pouvoir d'achat des monnaies nationales. Comme exprimé par le FMI (2016), le panier de devises « *n'est pas une monnaie, et il ne constitue pas non plus une créance sur l'[émetteur]. Il représente en revanche une créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres* ». De ce qui suit, l'ECU ne pouvait pas constituer une véritable alternative au problème du moyen de paiement international. La mise en place d'une monnaie de paiement communautaire à part entière demeure donc la question centrale dans le projet européen.

## **9.2. De l'audace à l'illusion : l'expérience de l'Euro une réforme incomplète**

Les tentatives de correction des défaillances du système monétaire européen vont renforcer le projet européen d'intégration monétaire. De ce fait, les limites du SME vont amener les autorités à passer de simples accords de change à la recherche d'une union monétaire. Une commission sous la direction de Jacques Delors est mise en place à cet effet afin de relever les vices du système et de faire des recommandations pour une intégration monétaire plus réussie. Le rapport Delors va s'illustrer comme le point de départ du projet de monnaie unique européen<sup>144</sup>.

Cette section examine la structure de la construction de la monnaie unique européenne afin de dégager les causes de la crise qui la caractérise. La première sous-section expose la structure de la construction monétaire européenne. La seconde sous-section s'intéresse aux défaillances que présente l'architecture de la monnaie et qui peuvent expliquer la crise d'endettement souverain qui a affaibli l'union.

### **9.2.1. Architecture de la monnaie européenne**

Cette sous-section examine les théories qui sous-tendent la construction de la monnaie européenne. Dans un premier point, nous analysons les principaux apports de la création de la monnaie unique. Le second point nous permet d'examiner les théories qui vont délimiter le fonctionnement de l'euro.

#### **9.2.1.1. Processus de création de la monnaie unique**

La commission Delors part du constat que la migration vers un marché unique européen aura pour conséquence de rendre les politiques économiques nationales dépendantes les unes des autres. Aussi, le rapport remarque également que la divergence des principaux indicateurs de performances économiques entre les pays de la communauté constituerait un frein au

---

<sup>144</sup> Il faut noter que le rapport Werner visait déjà l'institution d'une monnaie unique, mais va se heurter à l'opposition des autorités de la période du fait de la perte de la souveraineté de la politique monétaire et budgétaire que le projet impliquait. Il ne reviendra sur la table de discussion que dans le rapport Delors sous forme de politiques extérieure, de défense et sociale (Kenen, 1995, p. 11-13).

processus d'intégration monétaire. La coordination des mouvements de capitaux constitue, également selon la commission le défi majeur pour aller vers une union monétaire. L'adéquation des politiques de change, monétaire et budgétaire avec ces différents changements structurels est donc essentielle pour une meilleure intégration (Committee for the study of economic and monetary union, 1989).

De ce diagnostic, le rapport identifie ainsi trois conditions nécessaires à la mise en place d'une union monétaire (Gros et Thygesen, 1990 ; Kenen, 1995 ; Thygesen, 1989). La première condition est la totale convertibilité des monnaies au sein de la zone. La deuxième consiste en la libéralisation totale des mouvements de capitaux et l'intégration complète des marchés financiers et bancaires. La troisième condition posée est le verrouillage irrévocable des taux de change des pays de la communauté. Lorsque cette dernière condition sera satisfaite, le passage à la monnaie unique sera souhaitable du fait des avantages principalement d'ordre microéconomique (Echinard et Laurent, 2010). Selon le rapport Delors effectivement, « [l']adoption d'une *monnaie unique*<sup>145</sup>, bien qu'elle ne soit pas strictement nécessaire à la création d'une union monétaire, peut être considérée, pour des raisons tant économiques que psychologiques et politiques, comme un développement naturel et souhaitable de l'union monétaire. Une monnaie unique démontrerait clairement l'irréversibilité du passage à l'union monétaire, faciliterait considérablement la gestion monétaire de la Communauté et éviterait les coûts de transaction liés à la conversion des monnaies. Une monnaie unique, à condition que sa stabilité soit assurée, aurait également un poids beaucoup plus important par rapport aux autres grandes monnaies que n'importe quelle monnaie communautaire. Le remplacement des monnaies nationales par une monnaie unique devrait donc avoir lieu le plus rapidement possible après la fixation des parités » (Committee for the study of economic and monetary union, 1989, p. 15, notre traduction).

La mise en œuvre du plan Delors nécessite l'élaboration d'un plan d'actions concrètes. Une commission sera constituée à cet effet sous la direction d'Emerson. Trois étapes seront définies par la commission en vue d'aboutir à la construction d'une union monétaire européenne (Commission of the European Communities, 1990). La première a pour objet de supprimer tout obstacle à la mobilité des capitaux. Il s'agit de renforcer la coordination des banques centrales, et d'harmoniser les textes nationaux avec les recommandations faites par le rapport. À l'issue de cette étape, il devrait être constaté sur le plan monétaire, la libéralisation

---

<sup>145</sup> En italique dans la version originale.

des marchés de capitaux, une amélioration de la coordination monétaire et des politiques de change, une intégration de toutes les monnaies européennes dans le Mécanisme de Change et une réduction considérable de la fréquence des politiques de réaligement de change.

Après avoir évalué et adapté les politiques dans la première étape, le deuxième plan d'action s'intéresse principalement à la mise en place des institutions qui devront encadrer l'union monétaire. Il cherche la convergence des politiques nationales et crée de ce fait l'EuroFed pour encourager la coordination des mesures macroéconomiques. Cette phase fait la transition entre un système de coordination asymétrique (dans la première étape) et le système de coordination d'ensemble au niveau communautaire (dernière étape). Cette étape devrait permettre aussi de mettre chaque pays dans de meilleures conditions de passage à l'union monétaire. Prévu pour se conclure en 1996, c'est finalement en 1999 que cette étape prend fin. La fin de la deuxième étape marque le début de la troisième phase du projet.

La dernière étape se traduit par l'aboutissement du projet d'union monétaire. Il consiste à fixer les taux de change de façon irrévocable et l'EuroFed est chargée de la politique monétaire. Cette phase aboutit à un système de coordination budgétaire et au renforcement des politiques structurelle et régionale.

Pour s'assurer de la stabilité monétaire des pays avant leur entrée dans l'Union, des critères de convergence seront définis. Il s'agit entre autres, sur le plan des changes, pour chaque pays de contenir leur fluctuation dans l'intervalle défini par le mécanisme de change sans intervention deux années avant la dernière étape. Aussi, suivant ces critères, le taux d'inflation maximum accepté est de 1,5% tandis que la dette publique et le déficit extérieur ne devraient respectivement pas dépasser 60% et 3% du PIB. Sur le plan monétaire, le taux d'intérêt de long terme devrait être limité à 2% afin de préserver la stabilité des prix.

Après avoir trouvé un accord autour de ces principes, l'année 1999 voit ainsi la mise en place de l'Union Monétaire Européenne avec 11 pays après avoir disqualifié la Grèce du fait que celle-ci ne satisfaisait pas aux conditions posées par l'accord de Maastricht. La Banque Centrale Européenne est créée afin de lui confier la conduite de la politique monétaire de l'ensemble de la communauté. À partir de 2002, les billets de banque intitulés en euro remplaceront ceux libellés en monnaies nationales. Considérée par Mundell (2001) comme l'un des principaux événements du 20<sup>e</sup> siècle, la création de l'euro va susciter beaucoup d'espoir auprès de nombreux observateurs.

### 9.2.1.2. Les fondements théoriques de l'euro

La structure de l'euro repose sur la théorie des zones monétaires optimales. Suivant cette approche, les économies peuvent aller en union lorsque les trois conditions que sont la mobilité des capitaux (Mundell, 1961), le faible degré d'ouverture de l'union (McKinnon, 1963) et la forte diversification des secteurs de production (Kenen, 1969) sont réunies. La compression des déficits extérieurs est le premier objectif de ces différents critères<sup>146</sup>. En d'autres termes, il s'agit de réduire voire empêcher l'apparition des déficits entre les pays de l'union.

La mobilité des facteurs par exemple est vue comme un facteur de rééquilibrage des déséquilibres inter-européens. Suivant l'approche de Mundell (1961) effectivement, dans une union monétaire, étant donné que le régime de change est fixe, un choc asymétrique peut perturber la stabilité du système. Toutefois, une parfaite mobilité des capitaux permettrait de satisfaire les besoins de chaque pays par le biais du déplacement de la demande. La mobilité des facteurs de production devrait être accompagnée par la flexibilité des prix et des salaires afin de rendre celle-ci plus efficace dans le processus de rééquilibrage. La baisse du chômage aurait tendance à faire baisser les déséquilibres extérieurs.

Défini comme le ratio entre biens échangeables et les biens non échangeables, un fort degré d'ouverture de l'union traduit une extraversion des économies qui la composent. Un faible degré d'ouverture rend l'économie moins extravertie ce qui lui permet d'influencer les prix sans être affectée par les mouvements de prix internationaux. Ce critère permettrait à l'union de maîtriser sa balance commerciale et partant l'équilibre de ses paiements vis-à-vis du reste du monde.

Quant à la diversification sectorielle comme critère d'une zone monétaire, elle permettrait d'amortir l'effet des chocs économiques sur un secteur donné dans la mesure où le secteur non touché par la crise aurait un effet de levier sur celui en difficulté. Avec la diversification, les pays auraient tendance à mieux maîtriser les effets de la crise et de

---

<sup>146</sup> D'autres auteurs vont mettre en évidence des facteurs dits endogènes pour atteindre une zone monétaire optimale. Il s'agit principalement de l'homogénéité des préférences (Kindleberger, 1986), la spécialisation intra-branche, une synchronisation des cycles économiques, l'intégration commerciale au sein de l'union (Frankel et Rose, 1998), le risk-sharing (Asdrubali, Sorensen et Yosha, 1996). Tous ces facteurs ont également pour objet d'empêcher les déséquilibres extérieurs à travers la compression des importations et/ou la stimulation des exportations.

minimiser le besoin continu de paiements extérieurs. En d'autres termes, ce facteur permettrait de lisser l'équilibre de la balance des paiements dans le temps.

Les institutions créées depuis le traité de Maastricht avaient pour objectif de prendre les mesures contraignantes nécessaires pour remplir ces conditions. Rassemblées sous l'appellation du Pacte de Stabilité et de la Croissance, ces politiques visent la compression des importations afin de réduire le besoin de paiements extérieurs des pays. Toutefois, même après l'adoption de l'euro, ces mesures restrictives vont continuer à être le socle de sa mise en œuvre. Cette situation montre que malgré l'aboutissement du projet européen, les problèmes de paiements demeurent à travers ces politiques visant à contracter les importations. Malgré l'unification des unités monétaires, les pays continuent de souffrir des mêmes problèmes que connaît le système monétaire international depuis le régime étalon-or. Ainsi, les mesures restrictives qu'impose le fonctionnement de la monnaie unique ne font qu'esquiver le véritable problème de paiements en union monétaire plutôt que de le résorber. Au lieu d'être au service de l'expansion économique européenne, ce sont les économies qui doivent se contracter afin de maintenir l'euro en survie. Il s'agit d'utiliser les économies des pays pour répondre au besoin de la stabilité monétaire. En d'autres termes, dans l'architecture monétaire européenne, l'économie est au service de la monnaie.

### **9.2.2. Système de paiement européen et crise de la zone euro**

L'analyse de l'origine de la crise d'endettement souverain dans la zone euro nécessite de comprendre la formation de cette dette afin de détecter l'existence d'irrégularités ou non. L'objet de cette sous-section est de déterminer la régularité du système de paiement européen. Dans un premier point, il expose le système de paiement. Le second point teste la structure de paiement européen avec les principes qui régissent les règlements des échanges au niveau national.

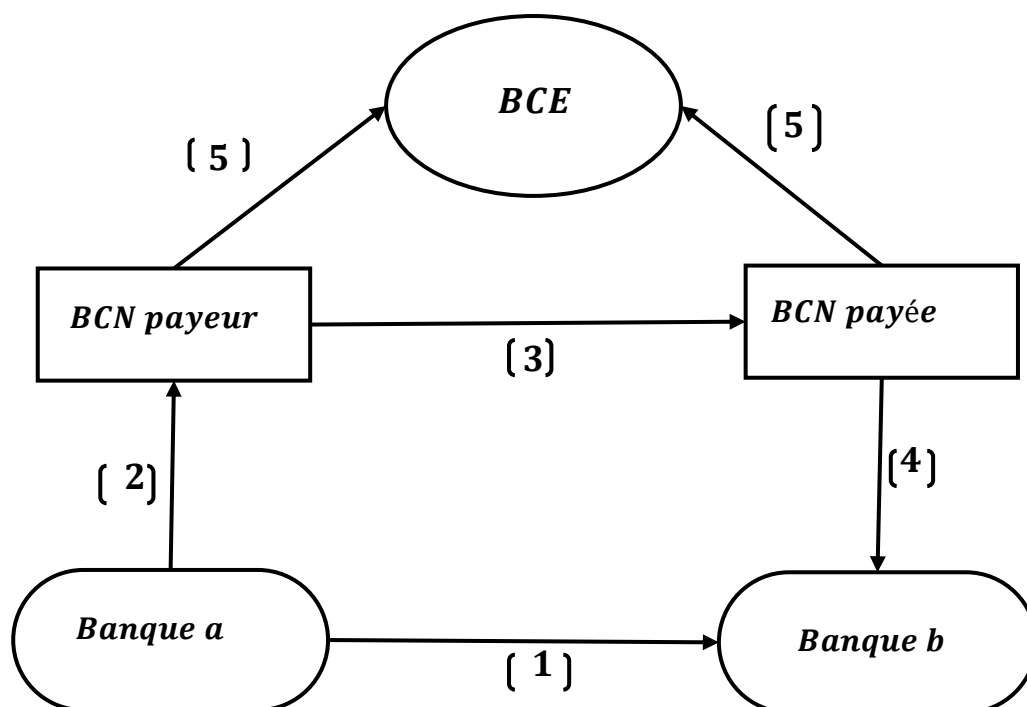
#### **9.2.2.1. Le système de paiement européen**

Si depuis le départ du projet Werner les questions de la structure des paiements n'ont pas été profondément analysées, la mise en œuvre d'une union monétaire appelle inévitablement à définir l'architecture des règlements au sein de la zone. Ainsi, à l'image du mécanisme RTGS (Real-time Gross Settlement ou règlement brut en temps réel) appliqué par



la plupart des banques centrales, l'Union Monétaire Européenne (UME) introduit le Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET) pour effectuer les paiements de la zone euro. En tant que RTGS de l'euro, le mécanisme TARGET « est un système décentralisé composé de 16 systèmes RTGS nationaux, du mécanisme de paiement de la BCE (EPM) et du système d'interconnexion. Le système d'Interconnexion est un réseau de télécommunications reliant les systèmes RTGS nationaux et l'EPM » (European Central Bank, 2007, p. 31, notre traduction). Il met en relation les différents pays impliqués dans le règlement d'une transaction en euro.

**FIGURE 9-1: MECANISME DE PAIEMENT TARGET**



Source : Adapté à partir de Oesterreichische Nationalbank (OeNB) (Jobst, Handig et Holzfeind, 2012, p. 83)

Adopté lors de la mise en place de l'euro, le système sera réformé à partir de 2008. À ses débuts, le mécanisme TARGET était décentralisé et utilisait l'unique plateforme partagée (Single Share Platform – SSP) et n'enregistrait de ce fait que les opérations à montant élevé. C'est la première version de TARGET. En 2008, le mécanisme de paiement va se centraliser et introduira de ce fait une unique plateforme technique (Single Technical Platform – STP) en devenant le TARGET 2. Dans sa seconde version, le système enregistre toutes les opérations

de paiement, quel que soit le montant. Comme tout système de paiement, le mécanisme TARGET vise principalement à mettre à la disposition des acteurs économiques une infrastructure sécurisée pour mener leurs paiements. Il s'agit pour la Banque Centrale Européenne (BCE) d'un outil de mise en œuvre efficiente de la politique monétaire. Le mécanisme implique donc deux acteurs fondamentaux. Le premier acteur représente les Banques Centrales Nationales (BCN) dont le rôle est de transmettre et de vérifier la sûreté des paiements engagés à travers le système de règlement brut en temps réel (RTGS) et/ou de transférer le paiement au bénéficiaire. Le second acteur intervenant dans le système est la Banque Centrale Européenne représentée par l'Eurosystème qui a pour rôle de réaliser l'intermédiation entre les différentes banques centrales. L'Eurosystème enregistre la position financière de différentes banques centrales du système, ce qui lui permet de faire la compensation financière de ces positions. Les soldes qui résultent à l'issue de la compensation financière sont enregistrée sous forme de balance TARGET au niveau de chaque pays.

Supposons que le résident d'un pays *A* importe des biens, services ou actifs financiers auprès du résident d'un autre pays appartenant à la zone euro noté *B*. Pour cela, l'importateur demande à sa banque *a* de payer l'exportateur détenant son compte dans la banque *b*. Pour ce faire, *a* va faire passer le message (procédure (1) de la Figure 9-1

) à *b* via la procédure SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) avant de demander à sa banque centrale *BCA* (représentation (2) de la Figure 9-1) de payer *b*. Après vérification de la disponibilité des fonds à travers son système RTGS, *BCA* va débiter *a* et créditer la *BCB* (représentation (3) de la Figure 9-1).

Après avoir obtenu un crédit de la part de *BCA*, *BCB* crédite du même montant le compte de *b* qui à son tour va créditer l'exportateur. L'opération (3) de la Figure 9-1 montre que la *BCA* est endettée vis-à-vis de *BCB* du montant de l'importation de ses résidents. Vice versa, *BCB* a une créance nette vis-à-vis de *BCA* du fait de l'exportation nette de ses résidents. Le rôle de la BCE dans ces paiements est de s'assurer la meilleure tenue des comptes. En effet, comme l'explique Jobst, Handig et Holzfeind (2012, p. 83, nous traduisons) « *pour faciliter la comptabilité, chaque BCN compense toutes ses créances et engagements bilatéraux en une position nette unique d'actif ou de passif vis-à-vis de la BCE, qui assume le rôle de chambre de compensation centrale* ». En d'autres termes, il s'agit de s'assurer que les dettes libellées dans le mécanisme TARGET équivalent aux créances. L'opération (5) traduit l'enregistrement

par la BCE de l'ensemble des créances et des dettes du mécanisme TARGET et constitue de ce fait une répétition de l'opération (3).

L'opération (3) représente les soldes du mécanisme TARGET. Avant 2008, ces soldes TARGET étaient très faibles et moins divergents. Après la crise, les valeurs des soldes TARGET sont devenues de plus en plus grandes et divergentes. Cette situation s'est accompagnée d'une série de crises d'endettement qui va contaminer la plupart des pays de la périphérie et continue d'affaiblir la construction monétaire européenne. Cette crise met en lumière les défaillances trainées par le mécanisme depuis sa création. Il est alors essentiel de voir les défaillances que peut présenter ce mécanisme comparativement aux systèmes de paiements domestiques.

### **9.2.2.2. La grande désillusion**

La crise de la dette souveraine dans la zone euro traduit les conséquences de la structure défaillante sur laquelle l'union s'est fondée. En effet, malgré les mesures très restrictives et encadrées mises en place pour empêcher de tels événements, les pays périphériques de l'UME vont accumuler d'importants encours de dettes. Cette suraccumulation conduit ses derniers à faire défaut sur leurs engagements envers principalement les pays du centre de l'union. Ainsi, l'analyse de l'architecture des paiements européens permet de percevoir ces défaillances et prendre des mesures appropriées pour rectifier la construction. Comme le note la théorie des émissions, la monnaie prend forme dans les paiements et s'éteint dans ces mêmes paiements (Rossi, 2007b). La perception des défaillances de la zone euro passe donc par une observation de la structure du processus de règlement européen appelé TARGET.

L'examen de la structure du mécanisme TARGET en lien étroit avec les propriétés de paiement dans les économies modernes donne lieu à deux implications qui sont susceptibles d'être à la base de la crise. La première implication est la mise en cause de l'euro en tant que monnaie unique. La seconde implication découle de la conséquence de la première c'est-à-dire la duplication des paiements intra-européen.

L'analyse des caractéristiques de l'euro dans les paiements européen met en cause le caractère unique de l'euro entre les pays. Par définition, la monnaie est une unité de compte et un moyen de paiement. Une monnaie unique suppose de ce fait que ces aspects soient uniques.

En tant qu'unité de compte, l'euro n'est unique que par le nom. En effet, le fait marquant du passage de la construction européenne est la dénomination des monnaies nationales européennes en euro. Cette situation marque officiellement le passage des pays européens en monnaie unique. Le concept d'unité de compte permet de compter les biens réels. En d'autres termes, cette fonction permet d'exprimer numériquement les biens réels (Cencini, 1995). Comme l'explique Cencini (1988, p. 21, traduite), en tant qu'unité de compte, la monnaie n'a pas « *besoin d'avoir une valeur propre, la seule exigence logique étant d'établir une relation entre les chiffres et la production* ». Pour que l'unité de compte soit unique dans ces conditions, il faut que la production ait lieu dans une même économie. Or la zone euro est une union d'économies hétérogènes. Pour que ces économies soient homogènes, il faut que celles-ci aient un système bancaire unique. Comme nous le verrons, aucune institution de la zone euro n'émet un instrument d'homogénéisation des systèmes bancaires. En conséquence, bien que le nom des différentes unités de compte soit unique, la fonction d'unité de compte est disparate. Chaque euro émis mesure la production d'économies hétérogènes.

Si l'unité de compte n'est pas unique au sein de l'Union, en tant que moyen de paiement, la monnaie européenne est également hétérogène entre les pays. Selon Cencini (2016) en effet, avoir un nom commun de l'unité de compte n'est pas suffisant pour avoir une monnaie unique. Cette hétérogénéité s'aperçoit dans les caractéristiques des paiements qui ont lieu dans la zone. Pour que la monnaie en tant que moyen de paiement soit unique, il est nécessaire d'avoir l'existence d'une tierce partie qui émet sa propre dette pour harmoniser des unités de compte distinctes de l'ensemble du système monétaire. Cette émission met à la disposition des acteurs l'élément unificateur qui permet à des systèmes monétaires différents de se payer entre eux d'où l'appellation monnaie unique. Comme l'indique Cencini (2016, p. 89, nous traduisons), « *[i]l s'agit de l'existence d'un système monétaire unique permettant les paiements interbancaires qui permet à un pays d'avoir une monnaie unique. De même, ce n'est que par la création d'un système monétaire unifié géré par la BCE et basé sur un mécanisme RTGS qu'il serait possible pour les pays de la zone euro de remplacer leur monnaie nationale par une véritable monnaie unique* ».

En émettant sa propre monnaie dans les règlements nationaux, la banque centrale crée le moyen de paiement unique qui vient remplacer ceux (monnaie banques secondaires) disposés par les acteurs de l'échange. Or, plusieurs aspects de la structure du mécanisme

TARGET montrent l'absence d'une telle émission source d'unification des systèmes monétaires nationaux.

D'abord, contrairement aux systèmes de paiement domestiques où chaque participant est débité et crédité simultanément, le mécanisme TARGET se caractérise par le débit du payeur et le crédit du payé. En effet, lorsque les banques nationales font remonter l'information auprès de l'Eurosystème pour effectuer le paiement de leur partenaire, celui-ci ne fait que débiter la banque payeuse et créditer celle payée (Jobst, Handig et Holzfeind, 2012)

. S'il y avait une intermédiation monétaire, la nature circulaire de la monnaie ferait en sorte que le principe de débit-crédit instantané du payeur et du payé soit respecté du fait de son reflux après son émission. L'altération de ce principe de paiement dans le mécanisme TARGET s'explique par le manque d'un moyen de paiement unique qui est la conséquence de l'intermédiation monétaire. Ainsi, comme conclu par Cencini (2016, p. 91, notre traduction), « *[l]es paiements transfrontaliers ne sont pas acheminés par l'utilisation circulaire de l'euro de la BCE, ce qui a le double effet de laisser les monnaies nationales hétérogènes et de laisser les paiements transfrontaliers nets, enfin, non réglés* ». Sans l'émission monétaire de la part de BCE, il est impossible de mettre les distincts systèmes monétaires domestiques sous un dénominateur commun d'où l'absence de moyen de paiement unique.

Aussi, l'une des caractéristiques de la monnaie dans les paiements est qu'elle présente un caractère libératoire. De ce fait, un moyen de paiement est unique entre les pays lorsqu'il libère les pays payeurs et ceux payés de leur engagement. Or, dans la zone euro, les règlements qu'effectuent les pays se soldent par des engagements qui sont enregistrés dans la balance TARGET. Dans le mécanisme TARGET effectivement, les « *paiements sont traités via les systèmes RTGS nationaux et échangés directement sur une base bilatérale entre les BCN* » (European Central Bank, 2007, p. 34, traduite). Cette relation bilatérale montre l'absence d'une tierce partie qui rend les paiements libératoires grâce à la compensation monétaire et financière (Schmitt, 1977a). Selon Jobst, Handig et Holzfeind (2012, p. 83, traduite), « *le solde net qui en résulte vis-à-vis de la BCE est reporté sur une base quotidienne plutôt que d'être réglé par un transfert effectif d'actifs* ». En d'autres termes, la balance TARGET ne peut être réglée dans l'architecture monétaire actuelle de la zone euro. Elle s'accumule de jour en jour et d'année en année. Ainsi à l'issue des paiements entre pays de l'Union, des dettes à régler demeurent. Comme expliqué par Rossi (2016, p. 75, traduite), bien que centralisant les informations de paiement, « *la BCE n'émet aucune unité de monnaie (de banque centrale), contrairement à ce*

*qui se passe en fait dans tout système de paiement national, dans lequel la banque centrale nationale agit toujours et partout comme une institution de règlement émettant ses propres unités de monnaie (de banque centrale) afin que les paiements interbancaires soient définitifs entre les deux parties concernées ».*

Malgré le passage de la plateforme partagée (TARGET1) à la plateforme unique (TARGET2), les règlements européens continueront de s'opérer sur un fondement bilatéral. Le livre bleu de la BCE étaye effectivement que, *« indépendamment de la plateforme technique unique, TARGET2 est juridiquement structuré comme une multiplicité de systèmes RTGS, c'est-à-dire que chaque banque centrale conserve l'entière responsabilité des relations commerciales et juridiques avec "ses" participants »* (European Central Bank, 2007, p. 36, traduite). Lorsqu'une banque paie plus qu'elle ne reçoit, sa balance TARGET fait apparaître une dette vis-à-vis de la banque excédentaire. L'apparition de ces soldes dans le mécanisme TARGET et leur accumulation exprime, selon Rossi (2016), l'absence d'une véritable institution de paiement. Le rôle d'une institution de paiement dans le système monétaire national est d'empêcher les acteurs de se payer entre eux en leur offrant gratuitement le moyen de paiement. Dans le mécanisme TARGET, les banques centrales se payent entre elles nonobstant l'existence de la BCE. Comme l'exprime Kokkola (2010, p. 251, nous traduisons) *« [e]n vertu des règles de l'Eurosystème, le crédit ne peut être accordé que par la banque centrale nationale de l'État membre où le participant concerné est établi (c'est-à-dire qu'il n'y a pas d'accès à distance au crédit, que le participant à distance soit ou non basé dans la zone euro) »*. Dans ces conditions, les paiements ne peuvent s'effectuer qu'à travers des reconnaissances de dette qui traduisent l'absence de moyen unique dans l'union. Nonobstant l'existence de la BCE et l'Eurosystème, la zone euro manque donc d'une institution de règlement qui rend les paiements finaux grâce à l'émission de son propre moyen de paiement. Comme précédemment expliqué, lors des paiements, la BCE agit comme une chambre compensation des positions financières sans s'intéresser au règlement des soldes laissés par cette compensation. Tout se passe comme si la BCE donnait le feu vert pour que l'exportateur soit crédité par sa banque. Dans ces conditions, lorsque les soldes ne sont pas spontanément nuls c'est-à-dire que les positions financières ne sont pas équilibrées, il n'y a aucun moyen de les payer. L'existence soldes TARGET qui va crescendo entre les pays traduit le non-règlement des positions. Cette situation est la preuve que la BCE n'émet pas de monnaie. Dans le cas des paiements interbancaires, il y'a émission de monnaie centrale par les BCN puisque les soldes

interbancaires (entre banques commerciales) sont nécessairement réglés en fin de journée<sup>147</sup>. Nous pouvons affirmer donc avec Cencini (2012, p. 20, notre traduction) que « *[a]u lieu d'être un système de règlement interbancaire acheminant tous les paiements entre les pays de la zone euro, TARGET2 est utilisé comme moyen de canaliser les crédits des pays les plus riches de l'UE, l'Allemagne en premier lieu, vers les nations plus faibles (Grèce, Irlande, Italie, Portugal, Espagne et même France). Les créances de l'Allemagne sur la BCE sont ainsi équilibrées par les créances de la BCE sur ces pays plus faibles* ».

Enfin, l'un des arguments en faveur de l'euro comme monnaie unique est la possibilité d'utiliser les billets de banque émis par une économie dans d'autres économies de l'union. Une analyse de ce processus de paiement conformément à la nature des billets de banque confirme l'hétérogénéité monétaire qui caractérise l'euro. En effet, par définition, les billets de banque constituent une reconnaissance de dette de la banque émettrice. Dans ces conditions, la dépense de ces billets dans une autre économie autre que celle de son émission constitue une dette du système bancaire émetteur. Si la monnaie était unique, aucun acteur de l'échange ne devrait être endetté à l'issue des paiements. Or, une analyse approfondie du processus de paiement en billet de banque montre également l'existence d'une dette entre les pays (Jobst, Handig et Holzfeind, 2012).

Supposons qu'un résident français retire des billets de banque en France pour les dépenser par la suite aux Pays-Bas pendant son séjour touristique. Considérons que le producteur hollandais dépose ces billets auprès de sa banque commerciale en contrepartie des dépôts bancaires. De son côté, la banque commerciale fait passer les billets de banque à la De Nederlandsche Bank (DNB) pour engager le processus de conversion des billets de banque. En contrepartie, la DNB crédite le compte de la banque commerciale ou peut mettre à l'actif de celle-ci ses propres billets DNB. Par le biais de l'Eurosystème, la DNB fait retourner à la BdF les billets qu'elle a émis au profit de ses résidents (Jobst, Handig et Holzfeind, 2012). À l'issue de cette opération, la balance TARGET de la DNB affiche une créance vis-à-vis de la BdF et inversement. Les paiements ayant ainsi eu lieu en billets de banque viennent créer des déséquilibres TARGET qui traduit une dette du système bancaire du payeur du fait essentiellement du manque de moyen de paiement inter-européen. La description que nous venons de faire est une abstraction qui explicite tous les passages qui auraient lieu si les billets de banque émis par les différentes banques centrale pouvaient être facilement distingués par

---

<sup>147</sup> Confère chapitre 2.

leurs caractéristiques physiques (et non pas seulement par leur numéro de série). Dans la réalité, tous les billets libellés en euros sont traités de la même manière et circulent librement dans tous les pays de l'UE. Il n'empêche que les dépenses de notre résident français aux Pays-Bas constituent une importation et doivent être analysées à l'intérieur des transactions globales, importations et exportations, de la France considérée comme ensemble de ses résidents. Il est donc correct de raisonner comme nous l'avons fait, car effectivement tout se passe comme si les billets dépensés par notre touriste français faisaient finalement retour à leur point de départ.

S'il existait une monnaie unique, la BCE émettrait elle-même ses propres billets de banque. Or s'il est vrai que dans les textes « *la BCE et les BCN sont habilitées à émettre des billets de banque en euros. En pratique, les billets en euros sont émis par toutes les BCN de la zone euro, mais pas par la BCE. Techniquement, la BCE n'aurait donc pas été en mesure de divulguer les billets en circulation dans son bilan* » (Krsnakova et Oberleithner, 2012, p. 73). En d'autres termes, il ne s'agit pas d'un choix délibéré de la BCE de ne pas émettre ses billets de banques mais d'une contrainte structurelle malgré la possibilité d'émission offerte par les textes. Si la BCE émettait sa propre monnaie, les billets de banque qui circuleraient dans la zone euro seraient ceux émis par la BCE. Conséquemment, les paiements n'endetteraient aucun pays. Étant donné que la BCE n'émet pas sa propre monnaie, bien que les résidents aient la possibilité de dépenser des billets de banque émis par leur système bancaire dans un autre système bancaire, l'opération se solde par une dette qui se matérialise dans le compte TARGET. Cette dette montre que les moyens de paiements matérialisés de la zone euro sont distincts, ce qui confirme l'analyse théorique.

En résumé, s'il est vrai que l'euro est la dénomination commune des monnaies utilisées dans les pays de l'UE, les unités émises dans chaque pays sont hétérogènes entre elles, soit comme unités de compte, soit comme unités de paiement. Cette hétérogénéité tire sa source dans le manque d'une véritable institution de règlement intra-européen qui unifiera les différentes monnaies émises par les différentes banques centrales nationales en émettant sa propre monnaie. L'architecture actuelle de l'Union Monétaire Européen peut donc se définir comme un ensemble de monnaies hétérogènes à taux de change fixe et unitaire comme le traite Cesaratto (2013, 2015). Ainsi, nous pouvons conclure avec Cencini (2016, p. 89, nous traduisons) que, « *malgré les apparences contraires et les affirmations officielles, l'euro n'est pas la monnaie unique des pays de la zone euro* ».



L'absence d'une monnaie unique dans la zone euro a une conséquence sur la formation de la dette des pays. En effet, selon le théorème de la dette de Schmitt (2014), les paiements impliquant deux régions monétaires distinctes donnent lieu à un règlement en termes réels et un règlement en termes monétaires du fait de l'absence de moyen de paiement commun aux deux ensembles. Dans la structure de paiements inter-européens, cette duplication peut être aperçue dans la structure des balances TARGET.

Lorsque la balance extérieure est en équilibre, la dette formée par les importations est neutralisée par la créance obtenue des exportations. Il ne se forme aucune dette et le solde TARGET se compense parfaitement. Cependant, étant donné que, de manière générale, l'équilibre de la balance commerciale est un pur accident tandis que son déséquilibre est la règle, lorsqu'un pays est déficitaire vis-à-vis d'un autre de l'union, le paiement du déficit se situe à deux niveaux. Les résidents dépensent une partie de leur revenu pour honorer leurs engagements du fait de leurs importations nettes. L'exportateur de son côté est payé en sa monnaie. Ce paiement libère donc les résidents. Au niveau des pays, les paiements passent par le mécanisme TARGET. Comme montré dans l'opération (3) de la Figure 9-1

, les règlements des déficits laissent les pays payeurs engagés envers les payés qu'il faudra honorer avec les intérêts en plus. Cet engagement est enregistré dans la balance TARGET. Il apparaît donc une double charge pour payer les déficits : d'une part le revenu dépensé par les résidents, et d'autre part la dette à payer par le pays en tant qu'ensemble. Ce double coût s'aperçoit dans les analyses de certains auteurs qui font le lien entre la balance TARGET et le revenu national.

Dans l'analyse de Buitier, Rahbari et Michels (2011) par exemple, lorsque les agents économiques empruntent une certaine somme auprès de la banque commerciale pour payer le déficit courant, une dette engageant la banque centrale de l'économie importatrice nette apparaît dans la balance TARGET. Dans cette présentation, il peut se constater que la dette de l'agent ou de l'économie est accompagnée de la dette de l'ensemble du système monétaire dans le mécanisme TARGET. Toutefois, suivant l'interprétation de certains auteurs, cette opération ne coûterait pas doublement aux pays déficitaires. Selon la BCE effectivement, dans une union en monnaie unique, les balances de paiement (TARGET) qui ont lieu entre les membres ne constituent pas un problème en soi. Elles serviraient de liquidités supplémentaires pour les pays. Dans cette situation, « *[l]es soldes TARGET2 des BCN de la zone euro reflètent la répartition inégale de la liquidité de banque centrale au sein de l'Eurosystème. Comme il ne*

*peut y avoir de limite supérieure à la valeur des flux de paiement au sein d'une zone monétaire unique, il ne peut y avoir de limite supérieure aux soldes TARGET2 des BCN. Limiter la taille des soldes de TARGET2 serait incompatible avec le concept d'union monétaire »* (European Central Bank (ECB), 2011, p. 39, traduite). Pour Bindseil et Winkler (2012, p. 37, traduite) , *« le caractère illimité et inconditionnel des soldes de TARGET2 est au cœur même de l'union monétaire. La capacité des banques à transférer des dépôts entre les banques centrales nationales constitue la véritable monnaie unique »*. Quant à Whelan (2012, 2014), le crédit TARGET serait un fonds additionnel dans le bilan des pays en surplus. Dans cette situation, le défaut d'un pays ne constituerait pas une perte pour les créiteurs. La balance TARGET n'aurait donc aucun effet sur la stabilité financière européenne.

Toutefois, la crise de la zone euro éclatée après celle des Subprimes montre que ces dettes qui apparaissent à la fin des paiements ne sont pas anodines dans cette instabilité financière. Une analyse comparative du système avec le système de paiement domestique montre que l'existence des balances TARGET relève d'une pathologie internationale et fournit une preuve supplémentaire de l'absence d'une monnaie unique. Dans les systèmes monétaires domestiques, lorsque les clients (un ensemble déficitaire) d'une banque commerciale donnée achètent plus qu'ils ne vendent à des clients (ensemble en surplus) d'une autre banque, il ne résulte de ces règlements un endettement ni à l'échelle des clients ni à celle de l'institution bancaire elle-même. En effet, lors du paiement d'un tel déficit, la banque de l'ensemble déficitaire transforme les dépôts de l'ensemble déficitaire en actifs pour transférer ceux-ci à son partenaire. Ce transfert est effectué par le biais d'une tierce partie, la banque centrale. Celle-ci après avoir reçu l'information de paiement, crée la monnaie centrale pour homogénéiser les unités de compte distinctes en débitant l'ensemble payeur et en créditant l'ensemble payé. La monnaie émise dans ce processus d'harmonisation (ou de compensation monétaire) aura pour rôle de véhiculer les actifs entre le payeur et le payé. Endetté vis-à-vis de la banque centrale, la banque payeuse va transférer les actifs auprès de la banque centrale pour effacer sa dette. Ce transfert permet à la banque centrale de créditer le payeur et de débiter la banque payée en contrepartie du solde créditeur du compte courant de cette dernière. Conséquemment, la banque payeuse initialement endettée du fait du paiement de ses clients voit sa dette effacée par le transfert de l'actif issu du dépôt de ses clients. La banque payée initialement créditrice vis-à-vis de la banque centrale voit sa créance se contrebalancer lors du transfert des titres financiers par l'institution de règlement interbancaire. À l'issue des paiements, la balance des paiements interbancaires est en équilibre parfaitement sans qu'un acteur ait une dette nette ou une créance

nette. Dans le système monétaire domestique, bien que les clients d'une banque commerciale achètent plus qu'ils ne vendent auprès des clients d'autres banques commerciales, aucune dette ou créance ne subsiste à l'issue des paiements. Comparativement aux règlements nationaux, l'existence d'une dette à l'issue des paiements dans le mécanisme TARGET traduit l'existence d'une pathologie.

Si pour la BCE la balance TARGET ne constitue pas un coût, l'augmentation de ces déséquilibres suivie de la crise d'endettement montre que cette pathologie est à l'origine de l'instabilité financière européenne. Selon Sinn (2011, 2012, 2016), les dettes TARGET seraient un « stealth bailout » qui équivaut à une dette souveraine et représentent de ce fait un coût supplémentaire du règlement des déficits extérieurs. En effet, *« [c]omme les BCN appartiennent à leurs souverains et qu'elles n'ont transféré que certaines activités à la BCE, qu'elles ont établies conjointement, les déséquilibres TARGET sont en fait des créances et des engagements des souverains respectifs. Ils portent le même taux d'intérêt que le taux principal de refinancement de la BCE auquel les banques commerciales peuvent obtenir un crédit de la banque centrale sous la forme de monnaie nouvellement créée »* (Sinn et Wollmershäuser, 2012a, p. 5, traduite). Pour Westermann (2014, p. 10, traduite), si le mécanisme TARGET permet un approvisionnement facile de liquidité, *« c'est l'un des éléments critiques qui ont créé des déséquilibres dans l'Eurosystème qui semblent insoutenables sans réforme majeure »*. Buiter, Rahbari et Michels (2011, p. 13, traduite) soutiennent que les déséquilibres TARGET *« peuvent être - et sont probablement actuellement - un symptôme de la difficulté qu'ont les systèmes bancaires d'un certain nombre de pays de la périphérie de la zone euro à se financer sur les marchés sans soutien public. Ils doivent donc être considérés avant tout comme un appel à l'action lancé aux décideurs politiques pour qu'ils placent les systèmes bancaires des pays périphériques et centraux de la zone euro sur une base solide - un objectif qui continue de leur échapper même après presque quatre ans depuis le début de la crise financière »*. Il apparaît ainsi que la zone euro traîne les mêmes défaillances qui ont conduit à l'éclatement des précédents arrangements.

Cette structure pathologique des paiements intra-européens met en exergue la nécessité d'une réforme afin d'aboutir à une union monétaire plus saine et supprimer les pressions tendant à son éclatement. En effet, la duplication des paiements internationaux a pour conséquence de nourrir les capitaux spéculatifs et affaiblir par la suite le système financier européen. Comme montré dans les analyses de De Grauwe et Ji (2012, 2013), les déséquilibres

TARGET sont à la source de la formation de bulles spéculatives qui provoquent des problèmes d'endettement souverain pour se transformer par la suite en crise d'endettement généralisé. Pour Westermann (2012), les déséquilibres TARGET représentent des fuites de capitaux qui nourrissent les spéculations financières pour déstabiliser l'union monétaire. Le besoin d'une réforme n'est donc pas seulement une question de protection des pays déficitaires, mais de l'ensemble des membres de l'Union et de la philosophie qui sous-tend sa fondation. Plutôt que de s'intéresser aux variables conjoncturelles des pays déficitaires, la réforme devra se centrer sur la structure des paiements européens. Comme soutenu par Westermann (2012, p. 63), si les dépôts d'assurance et de garantie sont insuffisants pour empêcher les fuites de capitaux, « *la seule raison pour laquelle la fuite des obligations d'État pourrait s'arrêter est que les réformes structurelles rendent probable que les pays puissent assurer le service de leur dette* ».

### **9.3. Vers une véritable réforme de l'architecture monétaire européenne**

Le projet européen s'est mis en route avec les problèmes de paiements internationaux. Il a donc pour finalité de faire converger les intérêts économiques européens et de mettre en place un système d'échanges équitables. Ainsi, à l'issue de l'intégration des marchés du continent en vue de réaliser cette convergence, le besoin d'intégration monétaire s'est tout naturellement invité à la table des négociations. En effet, une intégration complète des marchés nécessite que les échanges ayant lieu sur ces marchés soient accompagnés d'un véritable système de paiement qui protégera l'union de l'instabilité internationale. De ce fait, des réformes monétaires vont se succéder les unes après les autres pour répondre à ce besoin central à l'intégration européenne.

Toutefois, force est de constater que ces tentatives ont été marquées par autant de défaillances qui sont de nature à freiner le mouvement d'intégration. Comme montré dans la section précédente, l'ensemble des arrangements européens ont été émaillés par la duplication des règlements extérieurs. La construction de l'Union va trainer cette anomalie dans la structure des paiements mise en place. Toute réforme efficace de la construction monétaire européenne doit de ce fait empêcher toute formation pathologique de la dette des membres. Deux modèles d'intégration monétaire peuvent permettre d'atteindre cet objectif capital pour la zone euro : il s'agit du modèle d'intégration en monnaie unique et celui en monnaie commune.

Dans cette section, nous traitons en premier lieu la réforme permettant de transformer l'euro en une véritable monnaie unique. Dans un second temps, nous examinerons la monnaie commune comme une alternative à la monnaie unique.

### **9.3.1. D'une Europe à une fédération : vers une véritable monnaie unique**

Cette sous-section s'intéresse aux réformes nécessaires pour faire de l'euro une véritable monnaie unique. Elle se compose de deux points. Le premier point présente les transformations structurelles et institutionnelles permettant de faire de l'euro une véritable monnaie unique. Le second point présente les avantages et les inconvénients de la monnaie unique en union monétaire en général et dans la zone euro en particulier.

#### **9.3.1.1. Une monnaie unique européenne**

Dans la section précédente, nous avons montré que la construction actuelle de l'euro ne répond pas aux caractéristiques d'une véritable monnaie unique. En effet, si les règlements effectués en euros à l'intérieur des pays s'avèrent réguliers, ceux impliquant deux pays membres de l'union se soldent par une dette entre le payé et le payeur. Cette dette constitue le véritable talon d'Achille de la construction européenne et traduit l'absence d'une monnaie unique capable de rendre les paiements finaux entre les pays de l'union. De cette situation s'en est suivie une série de crises d'endettement provoquant l'affaiblissement de l'Union. Ainsi, la transformation de l'euro en une monnaie unique complète peut constituer une solution au problème d'endettement et pourrait permettre de renforcer l'Union. Transformer effectivement l'euro en une monnaie unique permet de rendre les paiements européens finaux et supprimer de ce fait la dette souveraine. Cette réforme implique certains changements profonds et nécessaires pour aboutir à cette mutation. Deux réformes majeures sont distinguées par Cencini (2016) pour aboutir à un euro véritablement unique. La première réforme est d'ordre institutionnel et la seconde s'intéresse à la structure des règlements inter-européens.

Sur le plan institutionnel, l'évolution du rôle et du statut de certaines institutions déjà existantes est nécessaire pour aboutir à une monnaie unique. Cette transformation concerne principalement la BCE et les Banque Centrales Nationales (BCN).

Dans les paiements domestiques, nous avons montré que la banque centrale sert d'intermédiaire dans les règlements interbancaires. À l'image des banques centrales dans les systèmes monétaires nationaux, la BCE doit servir d'intermédiaire dans les règlements qui prennent place dans l'Union Monétaire Européenne. Le rôle d'intermédiation constitue un facteur central d'unification monétaire puisqu'il permet à la BCE d'homogénéiser l'économie des pays qui sont monétairement hétérogènes comme soutenus dans la section précédente. Il s'agit ainsi pour la BCE de mettre en relation les BCN entre elles lors des paiements enclenchés depuis les agents économiques. L'union monétaire ne peut donc exister sans une véritable intermédiation (monétaire et financière).

En devenant un intermédiaire entre les BCN et dans la poursuite de l'objectif de la monnaie unique, le statut actuel des banques centrales nationales doit évoluer. Dans la présente construction monétaire de la zone euro, les BCN sont indépendantes vis-à-vis de la BCE. Dans une analyse comparative, Goodfriend (1999) ; Eijffinger (2003) et Gerdesmeier, Mongelli et Roffia (2007) montrent que contrairement au système de la réserve fédérale où les districts fédéraux sont sous la tutelle de la Fed, dans l'Union Monétaire Européenne, « *le traité de Maastricht donne aux gouverneurs des BCN le contrôle des conditions d'emploi du personnel de la BCE. Les BCN sont financièrement indépendantes à la fois de la BCE et de leurs gouvernements nationaux respectifs* » (Goodfriend, 1999, p. 62). Une lecture du statut des BCN montre que cette indépendance sur plusieurs niveaux d'activités comme les opérations de politique monétaire, la gestion opérationnelle des réserves de change de la BCE, la gestion de leurs propres réserves de change, le fonctionnement et la surveillance des marchés financiers et des instruments de paiement, l'émission des billets en collaboration avec la BCE est sous leur responsabilité (Le Héron, 2016, p. 93-95). En d'autres termes, nous pouvons dire qu'au lieu que les BCN soient dépendantes de la BCE, cette dernière dépend d'elles. Le Héron (2016, p. 90) explique dans ce sens que « *[l]a BCE appartient aux BCN de l'ensemble des États membres de l'Union européenne* ».

Dans l'architecture actuelle de l'union, la BCE ne remplit pas pleinement son rôle d'intermédiaire financier. En effet, s'il est vrai que le rôle de l'Eurosystème est de s'interposer entre les BCN, dans les faits, il s'agit plus d'une surveillance de la comptabilité des flux d'endettement entre les pays que d'une véritable intermédiation (Rossi, 2016, p. 75, 2018,

p. 5)<sup>148</sup>. Comme expliquée par la BCE, « *[l]es paiements transfrontaliers TARGET sont traités via les systèmes RTGS nationaux et échangés directement sur une base bilatérale entre les BCN* » (European Central Bank, 2007, p. 34, nous traduisons). En d'autres termes, les opérations de paiement sont menées de façon bilatérale et la BCE ne fait que s'assurer de la bonne comptabilité des opérations. Or, sans cette intermédiation, la BCE ne peut prétendre devenir une véritable institution unificatrice des monnaies européennes.

Cette situation constitue un obstacle pour la mise en place de la monnaie unique dans la mesure où elle perturbe l'intermédiation de la BCE en tant qu'institution de paiement en monnaie unique. Comme le fait constater Goodfriend (1999, p. 63, notre traduction), « *[p]our l'instant, l'Eurosystème ne coordonne pas et ne centralise pas la surveillance et la réglementation des banques<sup>149</sup>, ni l'octroi de crédits d'urgence. Les BCN poursuivent leurs activités dans ces domaines conformément à leurs politiques nationales respectives* ». Si la BCE devient un intermédiaire dans les paiements, sa relation avec les BCN doit de ce fait s'inverser pour aboutir à une monnaie unique. En d'autres termes, il s'agit d'insérer les BN dans un système unique géré par la BCE. À l'image du système fédéral des États-Unis, les BCN doivent se transformer en des banques régionales comme par Cencini (2016). En tant que membre du système unique de la BCE, les banques régionales constituent un outil essentiel dans la mise en œuvre de la politique économique. Par exemple, l'échec du « quantitative easing » en Europe s'explique par le fait que, les BCN indépendantes, en lieu et place d'investir dans l'économie, ont utilisé la baisse du taux d'intérêt pour se mettre à l'abri lors des paiements. Si les BCN étaient dans un système homogène géré par la BCE, les problèmes de paiements ne leur incomberaient pas comme ce fut le cas lors de la crise des GIIPS. Goodfriend (1999, p. 53, traduite) indique dans ce sens qu'en monnaie unique, « *[les] banques centrales qui jouent un rôle dans la fourniture de services de paiement mènent des opérations de grande envergure par l'intermédiaire de leurs bureaux régionaux* ».

À l'issue de ces transformations institutionnelles, des changements structurels sont nécessaires pour aboutir à une véritable monnaie unique. En effet, pour remplir pleinement son rôle d'intermédiaire, à l'image des banques centrales du système monétaire domestique, la

---

<sup>148</sup> Dans le processus de paiement en deux étapes décrit par le Livre Bleu de la BCE, aucune intermédiation n'intervient. En effet, dans les règlements entre deux pays de l'union, « *la BCN réceptrice (...) crédite le compte RTGS du bénéficiaire et délivre un accusé de réception positif à la BCN émettrice ou à la BCE. Enfin, la BCN réceptrice envoie le message de paiement, par l'intermédiaire du système RTGS local, à l'établissement de crédit bénéficiaire* » (European Central Bank, 2007, p. 35, notre traduction).

<sup>149</sup> Notons que des réformes ajouteront plus tard la surveillance des banques dites 'systémiques' dans les fonctions de la BCE

BCE doit émettre sa propre monnaie qui servira de base pour son intermédiation. L'intermédiation de la BCE va donc se situer à deux niveaux : celle monétaire et celle financière (Schmitt, 1977a). L'intermédiation monétaire consiste pour la BCE à créer sa propre monnaie qui constituera la monnaie unique (euro) harmonisant les différentes monnaies émises par les BCN sans influencer la création de revenus. Comme l'explique Cencini (2016, p. 92, notre traduction), « *le rôle de la monnaie qui serait émise par la BCE dans le nouvel Eurosystème serait de transformer les monnaies des BCN en une monnaie européenne unique, sans augmenter le montant des revenus créés par la production dans la zone euro* ».

Dans ses statuts actuels, la BCE, n'émet aucune monnaie dans les opérations de paiements, cette tâche est limitée aux BCN (Cencini, 2012c ; Le Héron, 2016 ; Rossi, 2012b, 2016, 2018). Or, c'est cette émission qui permet à la BCE de donner une forme unique aux monnaies créées par les BCN. Elle est donc l'élément central qui va transformer des espaces monétaires distincts en une zone monétaire unique. L'intermédiation monétaire a ainsi pour rôle de mettre les différentes monnaies émises par les BCN sous un dénominateur commun. En d'autres termes, elle sert à l'homogénéisation des monnaies émises par les BCN.

En émettant la monnaie, sans créer de revenu, la banque centrale crée un véhicule monétaire pour le mettre à la disposition des acteurs économiques. Son intermédiation financière consistera donc à transférer les actifs financiers entre les payeurs et les payés. Elle assure que les paiements aient une finalité réelle ce qui leur donne un caractère libératoire. Il s'agit d'un reflux instantané de la monnaie créée dans l'intermédiation monétaire. L'intermédiation financière est donc rendue possible grâce au véhicule offert gratuitement par la banque centrale. Ces deux types d'intermédiation interviennent instantanément. Dans la structure actuelle de la zone euro, n'émettant aucune monnaie, la BCE ne peut faire aucune véritable intermédiation financière. Si les auteurs définissent l'institution comme un intermédiaire financier (Lavoie, 2015a, 2015b), l'absence de son propre instrument véhiculaire fait biaiser les paiements qui prennent place dans la zone euro. Dans ces conditions, nous pouvons dire avec Rossi (2018, p. 5, 2016, p. 75) que « *la BCE ne fait que tenir la comptabilité pour ce système, fonctionnant dès lors comme agent de règlement, au lieu d'émettre le moyen de paiement final (dès lors agissant comme institution de règlement) entre les BCN impliquées par les transactions internationales au sein de la zone euro* ».

Contrairement à la BCE, le système fédéral américain conduit rigoureusement et simultanément ces deux intermédiations. En effet, lors des paiements impliquant deux districts,



la Réserve Fédérale émet des dollars pour véhiculer les actifs financiers libellés en « gold certificates »<sup>150</sup> (Wolman, 2013). Comme l'explique le Board of Governor of the Federal Reserve System (2019, p. 38-39, notre traduction) « *[l]e règlement entre les Districts est effectué par le système comptable centralisé, qui saisit les données nécessaires pour effectuer le règlement. Une fois le règlement effectué, les écritures appropriées sont enregistrées directement sur les comptes de chaque banque de réserve. Ce processus comprend la compensation mensuelle des billets de la Réserve fédérale et le règlement annuel, par le biais du compte de certificats d'or, de la position de règlement cumulée entre les districts* ». Woelfel (1994, p. 320, notre traduction) décrit également la double intermédiation de la Fed en expliquant que, « *[l]es paiements interrégionaux impliquent des paiements et des transferts sur les comptes de dépôt des banques membres et du Trésor dans les différentes banques de la Réserve fédérale, et les règlements finaux sont effectués par le transfert de crédits de certificats d'or sur le compte de certificats d'or d'une banque de la Réserve fédérale à une autre* ». Il apparaît que les paiements interrégionaux sont finaux et libératoires parce que la Fed émet des dollars qui permettent de véhiculer les actifs financiers. Aucune dette et créance ne survit donc au paiement. Par analogie au mécanisme TARGET, les dettes qui marquent l'issue du processus de paiements montrent le besoin de mener son intermédiation financière instantanément à une intermédiation monétaire. L'émission monétaire de la BCE permettra à l'Eurosystème d'internaliser les paiements inter-banques-centrales en véhiculant le pouvoir d'achat formé depuis les économies (Cencini, 2016). À la différence du système fédéral américain, les compensations peuvent s'effectuer chaque jour comme c'est le cas dans le mécanisme RTGS.

Supposons une situation stylisée où un client *F* de la Société Générale (*SG*) achète une voiture auprès d'un constructeur allemand *A* client de la Deutsche Bank (*DB*) d'une valeur  $X\text{€}$ . Pour ce faire, *F* donne l'ordre à *SG* d'effectuer le paiement de *A*. Étant donné que les paiements impliquent désormais deux régions monétaires, à l'image du système fédéral américain, *SG* va passer par la Banque de France (*BDF*) pour payer *A* domicilié à *DB*. De ce fait, *SG* utilisera la procédure SWIFT pour passer l'information à *DB* pour ensuite débiter le compte de *F* pour créditer le compte de la *BDF*. La *BDF* va demander à son tour à la *BCE* de payer la

---

<sup>150</sup> Le « gold certificate » est le prolongement des dépôts détenus par les Réserves Fédérales des Districts (FDRB) mis sous une forme unique par l'émission de la Fed. En effet, ces certificats attestent du contenu réel des paiements effectués par la Réserve Fédérale comme noté dans son intitulé : « *il certifie qu'il y a en dépôt au Trésor des États-Unis d'Amérique des dollars en or, payables au porteur sur demande, conformément à la loi* » Woelfel (1994, p. 524, notre traduction).

BundesBank (*BuBa*) afin que celle-ci puisse transmettre le paiement de la *SG* à *DB*. La *BDF* va créditer dans son bilan le compte de la *BCE* et débiter celui de la *SG*. De son côté, la *BCE* va débiter la *BDF* et créditer la *BuBa* qui peut à son tour créditer la *DB* en contrepartie de ses créances sur la *BCE*. L'augmentation des actifs de *DB* grâce au crédit de la *BuBa*, lui permet de créditer le compte de *A*. En débitant la *BDF* et créditant la *BuBa*, la *BCE* crée tabula rasa de la monnaie purement véhiculaire dont le pouvoir d'achat est nul. Cette opération traduit l'intermédiation monétaire de la *BCE* qui est essentielle pour les paiements interbancaires. En émettant sa propre monnaie, la *BCE* prend sur elle-même l'ensemble des créances de sorte à uniformiser les unités de compte distinctes émises par les pays.

Si l'opération reste à cette étape, la réforme ne permettrait pas de supprimer le caractère pathologique de l'endettement des pays européens. En effet, tandis que l'Allemagne cède des biens réels à la France, elle ne reçoit qu'une reconnaissance de dette comme paiement. Si le processus devait prendre fin à cette première intermédiation, la réforme ne différerait pas de la situation actuelle puisque les paiements laisseraient le pays payeur engagé vis-à-vis du payé. Toutefois, l'objectif étant d'empêcher toute formation pathologique de la dette intra-européenne, il est fondamental que cette écriture s'accompagne instantanément de l'intermédiation financière afin de rendre les paiements finaux et libératoires.

Bien que la dette nette de la *BCE* soit nulle, la *BDF* reste toujours engagée auprès de la *BCE* et elle-même engagée auprès de *BuBa*<sup>151</sup>. Au même moment, *SG* est endetté vis-à-vis de la *BDF* et la *BuBa* est engagée auprès de la *DB*. Pour se libérer de son engagement, par souci de simplification, supposons que la *SG* transforme ses dépôts en titres financier. Il peut alors créditer *BDF*<sup>152</sup> en contrepartie de la dette contractée vis-à-vis de *BDF*. De son côté, la *BDF* l'ordre de paiement à la *BCE*. Conformément au principe de la compensation brute en temps réel, l'ordre sera suivi par la *BCE* que si la *BDF* obtient un crédit suffisant de la part des autres BCN du système. Pour simplifier, supposons que *BuBa* achète les titres de la *BDF*. Dans cette situation, la *BCE* va débiter la *BuBa* et créditer la *BDF*. La *BuBa* peut à son tour créditer la *DB* de ces actifs financiers réels ce qui permet à celle-ci d'honorer ses engagements vis-à-vis de son client *A*. À ce niveau, la *BCE* qui était auparavant engagée vis-à-vis de la *BuBa* du fait de l'émission monétaire, voit sa dette se compenser dans l'intermédiation financière grâce au

<sup>151</sup> Nous supposons que la *BCE* utilise le mécanisme RTGS et que l'achat de voiture est une importation nette.

<sup>152</sup> Les titres financiers de la *BdF* dans notre illustration sont l'équivalent des « gold certificates » dans le système fédéral américain.

transfert de titres. Il en est de même pour la Banque de France qui neutralise ses engagements envers la *BCE* en lui transférant les titres financiers. Le transfert d'actifs financiers respectivement à la *BuBa* et à la *DB* annule leurs créances respectives envers l'institution de paiement. Dans la balance TARGET, aucune dette n'apparaît à l'issue des paiements (Tableau 9-1).

**TABLEAU 9-1: RESULTAT DES PAIEMENTS EN MONNAIE UNIQUE**

<i>Société Générale (SG)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur client F</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt auprès de la BDF</i>	<i>X€</i>
<i>Créances sur la BDF</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt du client F</i>	<i>X€</i>
<i>Banque de France (BDF)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur la SG</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt à la BCE</i>	<i>X€</i>
<i>Créances sur la BCE</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt de la SG</i>	<i>X€</i>
<i>Banque Centrale Européenne (BCE)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créance sur la BDF</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt de la BuBa</i>	<i>X€</i>
<i>Créances sur la BuBa</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt de la BDF</i>	<i>X€</i>
<i>Bundesbank (BuBa)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créance sur la BCE</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt de la DB</i>	<i>X€</i>
<i>Créances sur DB</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt à la BCE</i>	<i>X€</i>
<i>Deutsche Bank (DB)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur BuBa</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt du Client A</i>	<i>X€</i>
<i>Créances sur Client A</i>	<i>X€</i>	<i>Dépôt auprès de la BuBa</i>	<i>X€</i>

Lorsque la BDF n'obtient pas de crédit correspondant à son ordre de paiement à la fin de la journée, elle peut faire de façon exceptionnelle faire recours à la BCE en tant prêteur de dernier ressort afin de régler son solde. Pour ce faire, à travers son département financier, supposons l'Eurosystème, la *BCE* va acheter les titres elle-même en créditant la *BdF* et en

débitant l'Eurosystème. L'Eurosystème va de son côté remplacer ces titres par ses propres actifs financiers pour ensuite transférer à la *BuBa*. Pour ce faire, la *BCE* va débiter l'Eurosystème et créditer la *BuBa*. À travers l'Eurosystème, la *BCE* agit comme un intermédiaire financier (prêteur de dernier ressort) qui rend les paiements finaux entre le pays. À l'issue de l'opération, nous aboutissons au même résultat que la situation où les actifs financiers de la *BdF* trouvent directement un preneur sur le marché interbancaire. En effet, grâce au moyen de paiement créé par la *BCE*, les règlements conduisent aux débit et crédit simultanés de chaque partie intervenant dans l'échange. Ainsi, contrairement aux soldes TARGET grandissants de l'architecture actuelle de l'union, dans une véritable monnaie unique, aucun déséquilibre ne peut être constaté.

### **9.3.1.2. Les implications**

La mise en place d'une véritable monnaie unique donne lieu à certaines implications. Celles-ci peuvent être avantageuses ou constituer également des inconvénients. La première implication concerne la stabilité des changes qu'elle apporte. En effet, si dans la construction actuelle de l'euro le taux de change est fixe, de nombreuses analyses empiriques montrent que le système se caractérise par une instabilité. Par exemple, Anderton et Skudelny (2001) expliquent que la volatilité de change intra-européen est un facteur déterminant des importations extra-européennes et partant des déséquilibres extérieurs. Pour Arghyrou et Chortareas (2008), le compte courant des pays de l'Union peut s'expliquer par la variation des taux de change réels. Avec la réforme permettant de passer à la monnaie unique, cette volatilité disparaîtrait puisqu'elle établit un taux de change absolu et unitaire entre les monnaies émises par les différents pays.

Aussi, l'établissement d'une véritable monnaie unique dans l'Union Européenne empêche la duplication pathologique des paiements intra-européens. L'une des raisons qui expliquent l'éclatement de la crise d'endettement souverain dans la zone euro est l'accumulation des soldes TARGET dans les régimes qui résulte elle-même de la duplication des paiements extérieurs. Comme montré dans la réforme, à l'issue des paiements, chaque pays est débité et crédité instantanément. De ce fait, aucune dette ne peut exister dans la balance TARGET d'où l'absence du double service de la dette.

La mobilité des capitaux est l'une des principales raisons de l'Union Economique Européenne. La Réforme vers la monnaie unique permet de rendre cette mobilité effective dans

un espace monétairement homogène. En supprimant effectivement l'hétérogénéité des espaces économiques, la monnaie unique permet aux capitaux de se déplacer d'un pays à un autre sans barrière monétaire.

De ce qui suit, le passage à la monnaie unique consacrera, en partie, l'aboutissement du projet européen. La finalité du projet européen, selon la commission Werner, vise effectivement une centralisation des politiques monétaires en vue d'aboutir à une stabilisation du taux de change. Or, la monnaie unique telle que présentée dans la réforme dissout la souveraineté des pays dans une souveraineté communautaire ou unique. En effet, si le passage à la monnaie unique permet d'empêcher la formation d'une dette souveraine, c'est parce que celle-ci supprime l'existence d'ensembles souverains au sein de la communauté. La monnaie unique conduit ainsi à la création d'une sorte de fédération à l'image des États-Unis et du Royaume-Uni qui constituent l'exemple le plus réussi d'intégration monétaire. La réforme vers la monnaie unique élimine ainsi la possibilité des pays de mener indépendamment leur politique monétaire. Les banques régionales (les BCN) ne font qu'appliquer les mesures de politiques monétaires de la BCE à une échelle plus réduite comme le font les banques commerciales dans les systèmes monétaires nationaux.

Si la monnaie unique constitue partiellement un aboutissement du projet européen, la structure de l'intégration économique et des relations politiques montre qu'elle constituerait plus une source de tension que d'union. Ces tensions peuvent se situer à deux niveaux : économique et politique.

Au niveau économique, la divergence des économies européennes montre que la monnaie unique ne permettrait pas une convergence des économies. En effet, la politique de « one size fits all » qui accompagne la mise en place de la monnaie unique ne peut s'adapter au besoin de chaque pays afin de réduire les divergences qui existent entre les pays. Ainsi, cette politique aurait tendance à augmenter les écarts entre les pays et partant nourrirait les tensions isolationnistes.

Le démantèlement des barrières monétaires nationales peut être la source d'un creusement des déséquilibres entre les membres de l'union (Cencini et Schmitt, 1991 ; Rossi, 2007d, 2013). Selon Cencini (2016, p. 94, nous traduisons) effectivement, « *la souveraineté monétaire est une protection contre la libre circulation des capitaux, et une telle protection était encore très nécessaire pour la plupart des pays européens. En abandonnant leurs*

*monnaies nationales, les pays membres de la zone euro ont créé les conditions de la libre circulation des capitaux au sein de la zone euro, c'est-à-dire du transfert de capitaux des pays moins productifs vers les pays plus productifs* ». La perte de souveraineté monétaire qu'induit la réforme vers une véritable monnaie unique est donc contraire à l'esprit d'intégration monétaire.

La mise en place d'une véritable monnaie unique peut également créer des tensions politiques du fait de la détérioration de la situation économique qu'elle peut provoquer dans certains pays. En effet, selon Friedman, la monnaie unique *« implique que chaque pays cède le pouvoir sur sa politique monétaire interne à une entité qui n'est pas sous son contrôle politique. Un tel système présente des avantages et des inconvénients économiques, mais je crois que son véritable talon d'Achille sera politique ; qu'un système dans lequel les frontières politiques et monétaires ne correspondent pas est voué à l'instabilité »* (Friedmann dans Mundell et Friedman, 2001, p. 10, nous traduisons). Dans la lecture de Friedman, les facteurs politiques sont plus déterminants que ceux économiques dans la mise en place d'une monnaie unique. De ce fait, les chances de mise en œuvre d'une monnaie unique avant l'unité politique sont minces.

Dans les analyses historiques, il ressort également que dans le cas de l'intégration nord-américaine, l'union monétaire a précédé l'union politique (Desmedt, 2014). C'est dans ce sens que Friedman conclut que dans le cas de l'euro où l'union monétaire est venue avant l'union politique, sa réussite dépend de la flexibilité qu'elle donnera aux pays. *« Si l'existence de l'euro induit une augmentation importante de la flexibilité, l'euro prospérera. Sinon, comme je crains que ce soit le cas, au fil du temps, lorsque les membres de l'euro subiront un flux de chocs asynchrones, des difficultés économiques apparaîtront. Les différents gouvernements seront soumis à des pressions politiques très différentes et celles-ci ne manqueront pas de créer des conflits politiques auxquels la Banque centrale européenne ne pourra pas échapper »* (Friedmann dans Mundell et Friedman, 2001, p. 16, notre traduction). L'évolution actuelle semble donner raison à Friedman. En effet, les tensions qui prévalent aujourd'hui dans la zone euro peuvent s'expliquer en partie par les politiques inadaptées à certains qu'implique la mise en place de la monnaie unique. Pour certains auteurs la monnaie unique est vouée à l'échec (Feldstein, 2012).

Si la monnaie unique présente certaines défaillances politico-économiques, quelle peut donc être l'alternative recommandée pour éviter l'éclatement de l'Union Monétaire Européenne comme anticipent les eurosceptiques ?

### 9.3.2. Un euro européen : vers le rêve européen

La réforme vers la monnaie commune peut également permettre de protéger les pays de la duplication des paiements extérieurs. En effet, la monnaie commune peut constituer une meilleure alternative aux inconvénients présents dans la monnaie unique. Par définition, une monnaie est commune lorsqu'elle véhicule les paiements entre plusieurs pays ou espaces monétaires. Contrairement à la monnaie commune, la monnaie unique se présente comme le seul moyen de paiement dans une zone monétaire. Elle fait fondre les différents espaces monétaires en une seule et unique région monétaire. Quant à la monnaie commune, elle conserve les différences monétaires en s'interposant comme un instrument de transmission dans les échanges entre les pays. En d'autres termes, la monnaie commune ne se substitue pas aux monnaies nationales, mais prolonge le pouvoir d'achat créé par ces dernières de leur zone d'émission vers les autres pays de l'union ; elle coexiste avec les monnaies nationales. Keynes (1980, p. 168, nous traduisons), la définit effectivement comme « *un instrument de monnaie internationale ayant une acceptabilité générale entre les nations, de sorte que les soldes bloqués et les compensations bilatérales sont inutiles ; c'est-à-dire un instrument de monnaie utilisé par chaque nation dans ses transactions avec d'autres nations, opérant par l'intermédiaire de l'organe national le plus approprié, tel qu'un Trésor ou une banque centrale, les particuliers, les entreprises et les banques autres que les banques centrales, chacun continuant à utiliser sa propre monnaie nationale comme jusqu'à présent* ».

Cette sous-section a pour objet d'identifier les réformes qui peuvent transformer l'euro actuel en monnaie commune. Elle se construit autour de deux points. Le premier point présente l'ensemble des réformes nécessaires à la mise en place de la monnaie commune. Le dernier point quant à lui, présente les implications qu'induisent le passage de la construction européenne actuelle à une union monétaire en monnaie commune.

#### 9.3.2.1. Vers une monnaie commune

La mise en place de la monnaie commune fait également appel à certaines transformations structurelles et institutionnelles. La première réforme découle de la définition même de la monnaie commune. En effet, dans son entendement, la monnaie commune est la monnaie des monnaies nationales. De ce fait, le retour aux monnaies nationales est une condition essentielle pour introduire la monnaie commune dans l'union monétaire européenne.

Ce retour permettrait à chaque pays de devenir responsable de sa politique monétaire ce qui n'est pas le cas dans l'architecture actuelle de l'euro ni dans la véritable monnaie unique. Cette condition n'est pas toutefois majeure étant donné que dans son aspect actuel, l'euro ne constitue pas une monnaie unique, les banques centrales nationales peuvent rester indépendantes et émettrices de leur monnaie. En retournant de fait aux monnaies nationales, les pays peuvent continuer d'attacher à leur unité de compte l'euro par exemple, la France pourrait dénommer sa monnaie l'eurofranc, l'Allemagne l'euromark, l'Italie l'euro-lira ainsi de suite<sup>153</sup>.

Rappelons que la duplication des paiements entre les pays de l'Union du fait du manque d'une véritable institution de paiement est la principale cause des crises de la zone euro. Pour parer cette défaillance, la deuxième réforme consiste à mettre en place une institution supranationale pour servir de tierce partie dans les règlements européens. En tant qu'intermédiaire dans les échanges, cette institution aura également deux tâches sous sa responsabilité que sont l'intermédiation monétaire et l'intermédiation financière (Schmitt, 1973).

L'intermédiation monétaire consiste à créer une monnaie purement véhiculaire lors des échanges entre deux pays sans pour autant augmenter le niveau de revenu de ceux-ci. L'objet de l'institution d'une telle émission monétaire « *est de créer un système de paiements transfrontaliers entre pays à l'intérieur duquel les paiements sont effectués en monnaies nationales, tout en évitant l'utilisation de l'une d'entre elles comme objet de règlement final* » (Cencini, 2017a, p. 94, nous traduisons). Cette émission permet donc de monétiser les transactions intra-européennes (Keynes, 1980a ; Schmitt, 1988).

Dans sa construction actuelle, la BCE qui devrait être cette institution supranationale ne remplit pas malheureusement les fonctions associées à la mise en place de la monnaie commune<sup>154</sup>. La réforme des missions de la BCE est donc nécessaire. L'intermédiation monétaire constitue l'une des charges qui lui seront assignées dans cette réforme. Cencini (2016) identifie deux principes qui caractérisent l'émission d'une monnaie commune indépendamment des monnaies nationales. Le premier principe est qu'il empêche les pays

---

<sup>153</sup> La principale raison de conservation de plusieurs monnaies dénommées en euro est politique. En effet, en gardant les dénominations en euro, cela pourrait faire disparaître le sentiment d'échec d'une volonté politique de conjuguer les intérêts des pays européens.

<sup>154</sup> Dans son aspect actuel, la BCE ne constitue pas une banque des banques centrales (Rossi, 2016, p. 75-77, 2018, p. 4-7). Elle se consacre à faire de la compensation financière sans pour autant permettre le règlement des soldes issus de celle-ci.



d'utiliser leurs monnaies nationales hors de leur territoire d'émission. En d'autres termes, en général, elle supprime le privilège exorbitant qu'ont certains pays de payer en leur monnaie nationale. Dans le cas de l'euro, la monnaie commune est essentielle pour empêcher la formation et l'accumulation de la dette TARGET. Comme expliqué par Rossi (2018, p. 5), dans sa construction actuelle, *« les paiements entre les BCN participant au système TARGET2 ne sont pas finals, parce que, en l'état, ils laissent le pays exportateur avec une créance nette envers le pays importateur, chaque pays étant représenté par sa banque centrale dans le compte de règlement que celle-ci possède dans le système TARGET2 »*. De ce fait, suivant le premier principe, l'émission de la monnaie par la BCE va convertir en monnaie commune les différentes monnaies nationales et servir de moyen de paiement pour les BCN. Elle permet ainsi une centralisation de la dette et des créances sur l'institution émettrice (BCE). Il apparaît donc que *« [l]a monnaie commune serait conçue pour tenir les comptes des pays membres auprès de l'union de compensation »* (Gnos, Monvoisin et Ponsot, 2009, p. 178, nous traduisons).

Le deuxième principe que doit respecter la monnaie commune est qu'elle définit un flux circulaire. En d'autres termes, en empêchant les pays de se payer en monnaie nationale, la BCE émet la monnaie en respectant scrupuleusement le principe de la comptabilité en partie double de sorte que sa dette nette soit nulle.

Si la BCE s'arrêtait au niveau de l'intermédiation monétaire unique, elle ne pourrait constituer une alternative ni à la véritable monnaie unique ni à l'architecture actuelle. En effet, la monnaie commune qui est émise par la BCE n'étant dotée d'aucun pouvoir d'achat, si le processus prend fin à cette étape, la finalité des paiements serait biaisée. La BCE ne pourrait empêcher que les monnaies nationales soient l'objet des paiements et conséquemment, résorber le caractère duplicatif du système monétaire. L'intermédiation financière de la BCE s'avère donc nécessaire pour rendre les règlements entre pays finaux. Ainsi, la monnaie émise par la BCE doit véhiculer entre les BCN les actifs financiers qui constituent le contenu réel des paiements.

En reprenant l'exemple précédent, nous montrons comment s'effectueraient les paiements d'une importation nette entre le client *F* de la *SG* et l'exportateur *A* de la *DB*. Lorsque *F* demande à *SG* de payer *A*, cette dernière fait passer l'information dans la procédure SWIFT avant de demander à la Banque de France (*BDF*) de transmettre ce paiement hors la zone eurofranc. Étant donné que ces paiements impliquent deux monnaies qui sont l'eurofranc ( $\text{€}_F$ ) et

l'euro (€<sub>M</sub>), supposons que le taux de change absolu de ces monnaies se définit comme suit :  $x\text{€}_F = y\text{€} = z\text{€}_M$ , sachant que l'euro (€) représente la monnaie commune émise par la BCE.

Pour effectuer le paiement en faveur de la *SG*, la *BDF* va demander à la *BCE* de payer Bundesbank (*BuBa*). Pour ce faire, la *BCE* va émettre l'euro en débitant la *BDF* et en créditant la *BuBa*. De son côté, la *BuBa* va créditer le compte de la *DB* qui à son tour peut créditer le compte de l'exportateur *A* (Tableau 9-2).

**TABLEAU 9-2: INTERMEDIATION MONETAIRE EN MONNAIE COMMUNE**

<i>Société Générale (SG)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances du Client F</i>	$x\text{€}_F$	<i>Dépôt auprès de la BDF</i>	$x\text{€}_F$

<i>Banque de France (BDF)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur la SG</i>	$x\text{€}_F$	<i>Dépôt auprès de la BCE</i>	$y\text{€}$

<i>Banque Centrale Européenne (BCE)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur BDF</i>	$y\text{€}$	<i>Dépôt de BuBa</i>	$y\text{€}$

<i>Bundesbank (BuBa)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur la BCE</i>	$y\text{€}$	<i>Dépôt de la DB</i>	$z\text{€}_M$

<i>Deutsche Bank (DB)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur la BuBa</i>	$z\text{€}_M$	<i>Dépôt du Client A</i>	$z\text{€}_M$

La création de l'euro n'engendre aucun coût ni pour la *BDF*, ni pour la *BCE* et la *BuBa*. En effet, à l'émission de l'euro commun, la *BDF* obtient du crédit auprès de la *SG* en contrepartie de l'engagement qu'elle contracte envers la *BCE*. Sa position monétaire nette est donc nulle puisque la dette créée par l'émission de la monnaie est parfaitement compensée par la créance qui annule sa dette vis-à-vis de la *BCE*. La *BCE* quant à elle est créancière vis-à-vis

de la *BDF* et débitrice envers la *BuBa*. Sa position monétaire nette est également nulle dans la mesure où ses créances monétaires sont neutralisées par les engagements monétaires envers la *BuBa*. Le crédit obtenu par la *BuBa* auprès de la *BCE* est neutralisé par celui qu'elle accorde à *DB* conditionnant ce qui traduit la nullité de sa position monétaire nette. L'émission de la monnaie communautaire ne présente aucun coût supplémentaire dans les échanges internationaux et de ce fait n'ajoute aucune valeur aux biens réels pour lesquels les échanges sont entrepris. La monnaie créée par la *BCE* est donc utilisée d'une façon parfaitement circulaire. L'émission de la monnaie supranationale a pour objet de mettre l'euro franc et l'euromark sous un commun dénominateur afin de procéder aux paiements de façon finale.

À ce stade, bien qu'empêchant les pays de se payer entre eux en monnaie nationale, le processus des paiements ne forme qu'un demi-circuit dans la mesure où elle ne consiste qu'à une centralisation de l'ensemble des créances et des dettes par une simple émission monétaire. Si le processus s'arrêtait à ce niveau, la *BuBa* serait payée par une simple reconnaissance de dette en contrepartie de biens réels qu'elle céderait. Ainsi, l'unité de compte sans valeur intrinsèque (l'euro) émise par la *BCE* deviendrait l'objet pour lesquels les échanges seraient entrepris dans l'union monétaire. Dans cette situation, la réforme ne changerait rien dans la structure actuelle des règlements intra-européens

Aussi, émise dans le cadre du règlement des échanges intra-européens, la nature circulaire de la monnaie ne permet pas au processus de s'arrêter à ce premier demi-circuit. C'est le second principe de l'émission monétaire. Dans les échanges économiques effectifs, la monnaie joue principalement le rôle de véhicule de biens réels. De ce fait, après son émission, elle transmet les biens réels et/ou les titres financiers du pays déficitaire, mais aussi à ceux des économies en surplus grâce à son reflux vers son point d'émission initial. Comme étayé par Cencini (2016, p. 95, notre traduction) « *[e]n tant que moyen de paiement, la monnaie de la BCE circule depuis et vers son point d'émission et, ce faisant, elle véhicule l'objet réel des paiements réciproques entre pays* ». L'intermédiation financière est donc nécessaire.

Si le « financement » monétaire des paiements est réalisé gratuitement par la banque supranationale, le financement en termes réels est du ressort des économies. Ce financement est rendu possible grâce au transfert d'une partie du pouvoir d'achat ou de biens réels formés par l'activité de production des économies respectives. L'euro créé par la *BCE* permet de transférer d'une part les biens réels de l'économie exportatrice à celle importatrice et d'autre part, une partie du pouvoir d'achat de l'importateur à son partenaire étranger en excédent

commercial sous forme de titres financiers. À l'issue de l'opération, chaque pays se voit payer en biens réels ce qui constitue la finalité des échanges dans les économies modernes.

**TABEAU 9-3: PAIEMENT FINAL EN MONNAIE COMMUNE ENTRE LES BANQUES CENTRALES**

<i>Banque de France (BDF)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur la SG</i>	$x\epsilon_F$	<i>Dépôt auprès de la BCE</i>	$y\epsilon$
<i>Créances sur la BCE</i>	$y\epsilon$	<i>Dépôt de la SG</i>	$x\epsilon_F$

<i>Banque Centrale Européenne (BCE)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur la BDF</i>	$y\epsilon$	<i>Dépôt de la BuBa</i>	$y\epsilon$
<i>Créance sur la BuBa</i>		<i>Dépôt de la BDF</i>	

<i>Bundesbank (BuBa)</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
<i>Créances sur la BCE</i>	$y\epsilon$	<i>Dépôt de la DB</i>	$z\epsilon_M$
<i>Créances sur la DB</i>	$z\epsilon_M$	<i>Dépôt auprès de la BCE</i>	$y\epsilon$

En considérant l'exemple précédent, la France étant déficitaire vis-à-vis de l'Allemagne, elle va vendre des titres de créance pour financer son déficit. La *SG* transforme les dépôts de son client en actif financier qui est par la suite cédé à la *BDF* contre le paiement de son partenaire allemand. La *BDF* à son tour va céder ces titres à la *BCE* (Eurosystème) contre le paiement de la *BuBa*. En tant qu'intermédiaire financier, la *BCE* va céder ces titres à la *BuBa* contre le crédit obtenu de l'émission monétaire. Les titres acquis auprès de la *BCE* sont cédés à la *DB* ce qui est par la suite transmis aux épargnants allemands (Tableau 9-3).

À la fin de l'intermédiation financière de la *BCE*, la monnaie est définitivement détruite. En effet, les acteurs qui sont crédités dans le passif du bilan de la *BCE* sont les mêmes acteurs qui sont débités dans le côté actif du même bilan. Il y a donc une parfaite compensation. Au niveau des bilans tenus par les BCN, il apparaît que la monnaie commune émise par la *BCE* transporte les biens réels ou les actifs financiers d'un espace monétaire donné vers un autre espace monétaire, ce qui annule les créances et les dettes respectivement contractées lors de l'intermédiation monétaire. Nous pouvons donc conclure que la monnaie commune est un pur véhicule et son émission n'augmente ni ne fait baisser le revenu national d'un pays.

### 9.3.2.2. Implications

Comparativement à la structure actuelle de la zone euro, et à la réforme de la véritable monnaie unique, la mise en place d'une monnaie commune présente certaines conséquences sur les économies. D'abord, la réforme permet aux membres de l'union de recouvrer leur souveraineté. En effet, en tant qu'instrument de souveraineté, le retour aux monnaies nationales qu'implique la réforme permet aux pays de disposer de cet outil essentiel qu'est la politique monétaire pour répondre aux besoins de la conjoncture économique. En permettant de recouvrer la souveraineté monétaire des pays, la monnaie commune se place comme une sérieuse alternative à une véritable monnaie unique et à la présente architecture de la zone euro.

Dans le processus d'instauration d'une véritable monnaie unique, la perte de la souveraineté s'est présentée comme le talon d'Achille de la réforme. Dans sa construction actuelle, l'abandon de la politique monétaire à la charge de la BCE est présenté comme la source de son dysfonctionnement. Par exemple, dans les études menées par Arestis et Sawyer (2012), Bibow (2010, 2012, 2013), Cesaratto (2015b), Chorafas (2011), Fouskas et Dimoulas (2013), Lavoie (2015a, 2015b), Lucarelli (2013), Stiglitz et Heymann (2014) et Zestos (2016), il ressort que l'indépendance entre la politique monétaire et celle fiscale traduit les crises économiques chroniques que vit la zone euro depuis des années. Maintenir les pays dans une union monétaire tout en les laissant souverains de leur politique monétaire constitue une véritable révolution dans le processus d'intégration économique.

La deuxième implication de la réforme est la suppression de la dette souveraine malgré le maintien de la souveraineté des pays. En effet, à l'issue des paiements, il y a une compensation parfaite dans la mesure où les parties débitées au niveau de l'actif du bilan de la BCE sont les mêmes parties qui sont créditées dans le passif du même montant. En d'autres termes, le payeur et le payé sont à la fois débités et crédités dans le processus de paiements. De ce fait aucune dette ne peut subsister entre les pays déficitaires et ceux en surplus. Contrairement à l'architecture actuelle de la zone euro où les paiements donnent lieu à des dettes qui se forment dans les balances TARGET et engagent les pays entre eux, en monnaie commune, les règlements entre pays sont finaux.

Si la réforme de mise en place d'une véritable monnaie unique fait également dissiper la dette souveraine, c'est parce qu'elle supprime les souverainetés des pays membres. La monnaie commune apparaît donc comme une sérieuse alternative à la construction d'une

véritable monnaie unique. La duplication des paiements intra-européens a piétiné le processus d'intégration monétaire enclenché depuis les années 1960. De ce fait, empêcher la formation de la dette souveraine tout en maintenant les souverainetés des pays est un avantage remarquable de la monnaie commune.

La stabilité de change est également l'une des principales implications de la mise en place de la monnaie commune. L'une des raisons de la volatilité sur le marché des changes est que celle-ci se fonde sur des taux de change relatifs (Schmitt, 1973, 1975a, 1977b, 1984b, 1988). La mise en place de la monnaie commune consiste de ce fait à supprimer ce système de change relatif afin d'établir une relation de change absolu entre les pays. Cencini (2016, p. 96, notre traduction) indique effectivement que *« étant donné que chaque paiement transfrontalier impliquerait le débit-crédit et le crédit-débit en Euros de chaque BCN, il est clair que dans chacune d'elles, l'achat d'Euros par une monnaie nationale quelconque serait parfaitement équilibré par l'achat de la monnaie nationale respective par l'Euro »*

Si la présente construction de la zone euro supprime les taux de change entre pays, il apparaît tout de même qu'en termes réels, des déséquilibres de change existent entre les pays. Les analyses menées par Coudert, Couharde et Mignon (2013), Couharde et Mazier (2001), Couharde, Rey et Sallenave (2015) et International Monetary Fund (IMF) (2015) soutiennent effectivement que le système de change fixe de la zone euro se caractérise par le désalignement de change. Il apparaît dans ces analyses que les pays de la périphérie ont un change surévalué en termes réels tandis que ceux du centre sont relativement sous-évalués. La stabilité qu'apporte la monnaie permet également à chaque pays d'adapter son change en fonction de son commerce extérieur. Dans ce sens, la monnaie commune permet de résorber le problème de désalignement de change grâce à la mise en place d'un taux de change adapté à chaque économie.

L'une des motivations de l'entreprise de l'intégration monétaire européenne est de se protéger contre la volatilité des changes qui freine l'expansion commerciale des pays européens. La monnaie commune s'inscrit de ce fait dans la vision des pères fondateurs de l'Union Européenne en apportant cette stabilité tant recherchée depuis l'éclatement de l'étalon or. En effet, en tant qu'instrument de stabilisation des changes, la monnaie commune permet de stimuler le commerce entre ses pays membres et partant l'intégration économique et financière. Comme expliqué par Rossi (2009d, p. 242, notre traduction), *« [une] monnaie commune et la stabilité des taux de change qu'implique notre proposition induiront davantage*

*de commerce intrarégional, de manière à faciliter à la fois la convergence et l'union monétaire conformément à la littérature sur l'endogénéité des critères des zones monétaires optimales ».* Avec cette réforme, la stabilité de change entre les pays de la zone euro leur permettra d'attirer les capitaux nécessaires pour satisfaire leur besoin d'investissement. La monnaie commune apparaît dans ces conditions comme un facteur de réduction des inégalités économiques entre les pays contrairement à la réforme de la mise en œuvre d'une véritable monnaie unique.

L'un des avantages de la monnaie commune et qui n'est pas des moindres est que celle-ci fait supprimer la contrainte d'équilibre de la balance commerciale. Suivant la théorie des zones monétaires optimales qui fonde la monnaie unique, la mise en place d'une union monétaire nécessite que les pays travaillent à équilibrer leur balance commerciale. Les critères de convergence définie dans ce cadre vont ainsi viser principalement la compression du déficit budgétaire et le contrôle de l'inflation afin de contenir les importations et améliorer la position extérieure des pays. Avec la réforme, lorsqu'un pays est déficitaire, les paiements s'effectuent à travers le transfert de titres financiers grâce à la monnaie commune. En important des biens réels, le pays déficitaire cède à la même période des actifs financiers de même montant à celui en surplus. Les paiements étant finaux du fait que chaque importation de biens réels est compensée instantanément par des exportations de biens réels (actifs financiers), il n'y a pas de possibilité d'accumuler des dettes souveraines issues des déficits commerciaux sur plusieurs périodes (Schmitt, 1973, 1988 ; Cencini, 2012c, 2016 ; Rossi, 2009d, 2016, 2018, 2019). Comme soutenu par Gnos et al. (2009, p. 182), *« la compensation des débits et des crédits dans la monnaie [commune] pourrait avoir lieu à très court terme et n'entraînerait pas d'accumulation de déséquilibres. En effet, tout pays qui importe ou exporte des biens exporterait ou importerait des titres en contrepartie. La déflation et l'inflation résultant des déséquilibres commerciaux seraient évitées et, par conséquent, les taux de change des monnaies nationales par rapport à la monnaie commune pourraient être maintenus fixés par les banques centrales sans qu'il soit nécessaire de mettre en place des contrôles de capitaux ».* Conséquemment, la non-accumulation des déséquilibres extérieurs assure une amélioration de la solvabilité de tous les membres de l'union. La monnaie commune constitue donc une alternative essentielle à la monnaie unique et à la présente architecture de la zone euro.

## Conclusion

Le projet d'intégration monétaire européenne vient à la suite de l'instabilité qui caractérise l'architecture financière internationale après la Seconde Guerre Mondiale. La mise en œuvre connaîtra plusieurs phases qui seront plus ou moins marquées par des crises structurelles. En effet, la mise en œuvre du premier arrangement monétaire appelé serpent monétaire sera caractérisée par une forte volatilité de change qui va porter préjudice aux économies européennes. Les tentatives des pays à respecter l'accord vont se solder par le chômage et l'inflation qui pousseront nombreux d'entre eux à se retirer de l'accord. Une analyse de la structure de l'arrangement du serpent monétaire montre que cette impasse prend sa source dans la duplication du paiement des déficits extérieurs.

Pour faire face à cette instabilité, les autorités vont introduire le mécanisme européen de change en définissant l'ECU un panier de monnaie comme l'étalon de référence. Si l'ECU connaît un succès inattendu selon les auteurs, celui-ci sera dû au contrôle des mouvements de capitaux qui caractérisait sa première période de fonctionnement. Ce contrôle des mouvements de capitaux est toutefois contraire à la vision fondatrice de l'union européenne. Lorsque la libéralisation des capitaux fut introduite, la stabilité monétaire fut obtenue par les politiques de stérilisation et d'austérité. Ce coût de maintien de la stabilité relève d'une pathologie structurelle dans la mesure où elle vient s'ajouter aux coûts de paiement des échanges de biens réels qui sont à l'origine des déséquilibres de change. En d'autres termes, il s'agit d'une duplication des paiements extérieurs.

Le passage à l'Union Monétaire Européenne sera inspiré de cette conjoncture difficile engendrée par les politiques de maintien de la stabilité de change. En effet, en supprimant les taux de change entre les monnaies, les mesures qui contrecarrent les déséquilibres de change ne deviendraient plus nécessaires ce qui permettrait d'avoir une conjoncture favorable et stimuler les échanges. Le remplacement des monnaies nationales par l'euro fut ainsi la consécration du projet d'intégration monétaire européen. Toutefois, la grande désillusion apparaît lors de l'éclatement de la crise d'endettement souverain qui continue d'affaiblir la vision noble d'union économique et monétaire. Une analyse de l'architecture des paiements européens montre que la zone euro est similaire à une union de pays en régime de change fixe et unitaire. En d'autres termes, l'euro n'est pas une monnaie unique du fait qu'il empêche les pays de se payer entre eux. Conséquemment, les règlements qui prennent place dans l'union



conduisent à la malformation de la dette. L'accumulation de ces engagements pathologiques est à l'origine de l'éclatement de la série de crises d'endettement qui continue d'affaiblir la structure productive de nombreux pays de la périphérie.

L'examen structurel des paiements européens mené dans ce travail conclut que depuis sa conception, le projet européen a toujours trainé la pathologie du double paiement des déficits extérieurs sans pour autant en être conscient. Ce dysfonctionnement a contribué à affaiblir l'union malgré l'introduction de la monnaie unique et l'a, à certains moments, éloignée de son objectif fondateur. Des réformes s'avèrent inéluctables pour renforcer l'intégration monétaire et atteindre la vision qui est à la base de la mise en place de cette réforme.

Ce travail propose deux pistes de réformes pouvant changer la défaillante structure actuelle. La première alternative consiste à transformer l'euro en une véritable monnaie unique. Si la mise en place de cette véritable monnaie permet de supprimer la pathologie de la duplication des paiements internationaux, elle transfère la souveraineté des pays aux institutions communautaires.

La seconde alternative consiste en la mise en place d'une monnaie commune qui va coexister avec les monnaies nationales et prolonger le pouvoir d'achat de ces dernières hors de leur espace d'émission. En plus de supprimer la formation de la dette souveraine entre les pays, elle maintient chaque pays souverain. L'une des plus grandes évolutions qu'introduit la monnaie commune est qu'elle permet d'aboutir à une stabilité de change sans que les pays interviennent à travers les politiques de stérilisation et d'austérité. Une comparaison des avantages et inconvénients de chacune de ces réformes montre que le passage à la monnaie commune semble être l'alternative la plus appropriée et la plus cohérente avec la vision fondatrice de l'union monétaire.

## Conclusion de la partie 3

La recherche d'une meilleure stratégie de sortie des crises d'endettement souverain constitue une préoccupation centrale des acteurs financiers internationaux. En effet, depuis l'éclatement de la crise d'endettement au début des années 1980, les institutions de Bretton Woods, les créanciers, les débiteurs n'ont cessé de conjuguer leurs efforts pour trouver une solution définitive aux problèmes d'endettement extérieurs. Malgré les efforts fournis de part et d'autre, les crises de la dette souveraine se sont imposées dans le système financier international.

Une analyse des plans de sauvetage proposés par les acteurs pour sortir les pays de la crise montre que ceux-ci ignorent la nature pathologique de la dette. En effet, suivant ces initiatives, les crises seraient provoquées par les comportements qui ont tendance à rendre les débiteurs insolvables et/ou illiquides. Dans ces conditions, pour sortir de la crise, il serait nécessaire de mettre en place un cadre qui permettrait d'inciter chaque partie à se comporter de sorte à éviter la crise. Ainsi, les programmes vont mettre l'accent sur la réduction de la dette d'une part et d'autre part, approvisionner en liquidités les pays afin de leur fournir de quoi servir leurs dettes. Ces plans de sauvetage n'ont pas réussi jusque-là à réduire efficacement la dette des pays et partant résorber la crise. La principale raison de cet échec est que ces programmes ont ignoré la duplication des paiements extérieurs. En effet, lorsque les initiatives effacent une partie de la dette des pays, du fait de la duplication, le service des engagements restants fait renaître aussitôt la dette de sorte à neutraliser les réductions consenties par les différents acteurs. Dans ces conditions, la prise en compte du caractère pathologique de la dette extérieure dans les initiatives de réduction des engagements souverains est essentielle pour résorber définitivement cette composante de la crise financière.

En prenant en compte le caractère pathologique de la dette souveraine, un pays pris individuellement peut réformer ses paiements extérieurs de sorte à empêcher toute malformation de sa dette extérieure. Cette réforme consiste à créer un Bureau dont le rôle est

d'une part, d'internaliser les paiements extérieurs des résidents et d'autre part, s'occuper des paiements extérieurs des acteurs économiques du reste du monde avec le pays. L'internalisation des paiements extérieurs des résidents permet d'empêcher que la monnaie nationale ne soit l'objet des échanges internationaux. Lorsque le pays est déficitaire, l'internationalisation permet au Bureau d'obtenir un gain net qui est investi dans l'économie pour financer une nouvelle production. Pour effectuer le paiement des importations nettes avec le reste du monde, le Bureau doit emprunter une fois pour prêter et une seconde fois pour payer les exportateurs en devises. Le deuxième emprunt n'est qu'une reproduction du premier emprunt, car ce dernier étant la contrepartie réelle des importations de biens réels, il permet de ce fait d'obtenir gratuitement les devises pour payer les exportateurs étrangers. Dans ces conditions, les pays ne souffrent d'aucune formation de dette souveraine. En conséquence, ces derniers n'auront plus à mettre en place des politiques d'austérité pour honorer leurs engagements. En plus la suppression de la dette souveraine rend l'économie plus solvable aux yeux des créanciers.

Les pays en union monétaire ont deux possibilités pour réformer leurs paiements extérieurs afin d'éviter la formation pathologique de la dette. La première alternative consiste en la mise en place d'une monnaie unique à travers la création d'une véritable institution de paiement au sein de la zone. Cette institution est chargée de faire simultanément une intermédiation monétaire et une intermédiation financière. Cette double intermédiation permet aux pays de se procurer gratuitement du moyen de paiement dont l'absence est source de malformation de la dette. Toutefois, cette alternative demande aux pays de fondre leurs souverainetés en une souveraineté communautaire. Les efforts que demande cette condition peut ralentir le processus de mise en place de la véritable monnaie unique. La seconde alternative qui permet aux pays d'aller en union monétaire tout en préservant les souverainetés est de migrer vers une union en monnaie commune. La monnaie commune est une monnaie créée exclusivement pour effectuer les paiements extérieurs. Contrairement à la monnaie unique qui remplace les monnaies nationales, la monnaie commune coexiste avec ces dernières. L'institution chargée de la gestion de la monnaie commune mène également des intermédiations monétaire et financière simultanément. Bien que gardant les souverainetés nationales, l'émission de la monnaie commune permet de prolonger le pouvoir d'achat des monnaies nationales hors de leur territoire d'émission. Elle permet ainsi aux pays de se procurer gratuitement du moyen de paiement à l'extérieur. La mise en place de la monnaie commune permet ainsi d'empêcher la formation pathologique de la dette. Cette situation permet de libérer les pays de la crise de dette souveraine puisque celle-ci ne pourrait plus exister.

## Conclusion générale

La crise de la dette souveraine est l'une des crises les plus récurrentes du système capitaliste. Depuis l'éclatement des accords de Bretton Woods, de nombreux pays expérimentent une augmentation rapide de leur dette. Lorsque les pays entreprennent de servir leur dette, il apparaît dans leur économie des déséquilibres économiques qui les conduisent à faire défaut les uns à la suite des autres. Ces défauts sont consécutifs à l'instabilité financière internationale. Cette situation a mis le problème au centre de multiples travaux de recherche. Ces travaux se caractérisent par une approche conjoncturelle de la question et indiquent que le comportement insouciant des acteurs du marché est à l'origine des crises d'endettement. Toutefois, non seulement malgré les mesures proposées par ces analyses les pays continuent d'avoir des difficultés à honorer leurs engagements mais aussi la dette extérieure continue d'être une source d'instabilité financière. Ce travail s'est donc proposé, à travers neuf chapitres, de déterminer les causes des déséquilibres économiques et de l'instabilité financière internationale qui apparaissent lors du processus de paiement de la dette.

Dans la littérature existante, le concept de dette souveraine laisse apparaître des ambiguïtés. Si pour certains auteurs le concept fait référence au seul endettement de l'État ou du secteur public (Arslanalp et al., 2019 ; Chen, 2019 ; Kuepper, 2018 ; Sean, Obstfeld et Thomsen, 2017), pour d'autres, il traduit les engagements extérieurs du gouvernement y compris ceux du secteur privé (Mohr, 1991a ; Task Force on Finance Statistics, 2014b). Il apparaît que la première conception est partielle tandis que la seconde reste imprécise sur la dimension géographique et la nature spécifique de la dette souveraine. Nous levons ces différentes ambiguïtés en intégrant dans le concept un critère à la fois logique et précis : la zone monétaire. Nous définissons ainsi la dette souveraine comme la dette extérieure du pays en tant qu'ensemble du fait de ses paiements en devises avec le reste du monde. Elle diffère de la dette extérieure des résidents dont celle de l'État qui est une unité de production nationale.

Le résultat de notre analyse historique des différents systèmes monétaires internationaux confirme non seulement que la dette souveraine est un engagement généré par les règlements extérieurs, mais aussi, que les problèmes d'endettement extérieur sont le point de départ des différents dysfonctionnements monétaires internationaux. En effet, dans l'histoire, le retrait des pays des accords monétaires internationaux fait suite à l'incapacité de ces pays d'honorer leurs engagements et de continuer à assurer les paiements courants. Dans ces conditions, le système monétaire international influence le service de la dette extérieure par les pays. En d'autres termes, l'observation historique des systèmes monétaires internationaux montre que leurs structures influencent la formation de la dette des pays dans la mesure où du fait de l'absence d'une véritable monnaie internationale, les paiements ne sont pas libératoires.

Un examen des paiements bancaires confirme l'existence d'une relation entre l'architecture monétaire et les engagements issus du système. En effet, la lecture théorique du processus de règlement montre que dans un véritable paiement, la monnaie est émise de façon instantanée pour véhiculer les biens réels sans pour autant constituer la finalité des échanges. Émise par une tierce partie, elle rend les paiements libératoires à un système de compensation complète (compensation monétaire et financière). L'analyse des paiements réalisés au niveau national respecte scrupuleusement ces principes définis par la théorie économique. Au niveau international, l'absence d'une monnaie émise par une tierce partie fait que celle-ci devient une finalité dans les échanges internationaux. Cette situation fait que la dépense de revenu des résidents d'un pays n'entraîne pas instantanément l'émission du moyen de paiement de l'économie partenaire. L'obtention du moyen de paiement étranger influence le processus de paiement et partant la formation de la dette entre les pays.

Dans les analyses couramment proposées pour définir les causes de la crise d'endettement souverain, la relation entre la structure du système monétaire international et l'endettement extérieur est ignorée. Selon les auteurs, les mesures conjoncturelles sont à l'origine de l'augmentation rapide de la dette des pays et en conséquence des crises d'endettement souverain. L'analyse de ces mesures permet aux auteurs de révéler les facteurs déterminant la dette (publique et privée) des résidents d'un pays. Toutefois, nous avons montré que cette approche ne permet pas de définir l'origine de la dette du pays en tant qu'ensemble souverain qui diffère de celle des résidents. La prise en compte de la structure des paiements internationaux est alors essentielle pour appréhender la véritable source de la dette souveraine et partant des crises de la dette souveraine.

L'analyse de la structure des paiements internationaux montre que la dette souveraine est le résultat d'un dysfonctionnement qui entraîne la malformation de la dette extérieure. En effet, selon les théorèmes de la dette et de l'intérêt développés dans les travaux de Schmitt (1984, 1987, 2000, 2004, 2005, 2012) et de Cencini (1991, 2012, 2017b, 2017a), en absence d'un véritable moyen de paiement international, le règlement des déficits extérieurs donne lieu à la duplication de la dette. Cette situation vient du fait que les ressources des résidents du pays déficitaire sont libellées en revenu domestique, donc ayant pour instrument véhiculaire la monnaie nationale tandis que les exportateurs étrangers doivent être payés en devises qui est le contenant de leurs ressources. Dans ces conditions, en l'absence d'une unité de compte permettant d'homogénéiser les deux ensembles, les dépenses effectuées par les résidents pour payer leur déficit extérieur n'atteignent pas instantanément leur partenaire à l'étranger. En d'autres termes, sans une monnaie supranationale capable de prolonger le pouvoir d'achat des pays hors des frontières monétaires, les paiements des déficits extérieurs effectués par les résidents en revenu national n'est pas suffisant pour payer les exportateurs à l'étranger. En plus de ce règlement, le pays en tant qu'ensemble souverain devra se procurer des devises par emprunt pour transmettre le paiement des résidents. À l'issue du processus de paiement du déficit, les résidents de l'économie importatrice nette paient avec leurs revenus, les exportateurs étrangers sont payés en devises et le pays déficitaire en tant qu'ensemble souverain est débiteur vis-à-vis du reste du monde. Autrement dit, à la fin du paiement des déficits extérieurs, malgré les ressources domestiques que les résidents cèdent à travers la dépense de leurs revenus en contrepartie de leurs importations nettes, le pays en tant qu'ensemble souverain se trouve endetté. Il s'agit de la dette souveraine qui est la conséquence de l'absence d'un véritable moyen de paiement international. Dépourvu de contenu réel, la dette souveraine est un engagement pathologique qui est de nature à détériorer la position extérieure du pays. Nous soutenons que la cause du surendettement des pays n'est donc pas en première instance le comportement des résidents (État et privé) mais des paiements pathologiques entre des ensembles monétaires distincts qui provoquent la malformation de la dette extérieure.

Les déséquilibres économiques qui apparaissent lors du processus de réduction de la dette s'expliquent par la duplication des paiements extérieurs. La duplication des paiements extérieurs fait peser doublement le poids du service de la dette sur les pays. Bien que n'apportant aucune contrepartie réelle à l'économie, l'endettement pathologique contraint tout de même le pays débiteur à mobiliser les ressources domestiques pour servir cette dette. Cette

situation rend le service de la dette extérieure insupportable. Ces politiques ne seraient pas nécessaires s'il existait un véritable système de paiement international. En effet, notre analyse statistique confirme que la plupart des pays en crise de dette souveraine ont payé plus que la dette justifiée par le volume des échanges du pays avec le reste du monde. L'excédent de ce service de la dette aurait pu servir à financer l'économie nationale et résorber les déséquilibres domestiques générés par le service de la dette. La malformation de la dette extérieure est donc nuisible aux pays déficitaires.

La duplication des paiements internationaux n'est pas non plus avantageuse pour les créanciers. Les théorèmes de la dette et de l'intérêt nous enseignent effectivement que les déséquilibres globaux, les fuites de capitaux et l'instabilité financière internationale qui accompagnent les crises de la dette traduisent les conséquences des paiements pathologiques. Les déséquilibres globaux définissent des capitaux apatrides dans les échanges internationaux qui résultent de la formation pathologique de la dette extérieure. L'endettement pathologique génère des capitaux apatrides car, bien que ne présentant pas de contenu réel comme objet, cet engagement est payé comme tout autre engagement à travers la mobilisation de ressources nationales. En conséquence, les déséquilibres globaux constituent une preuve que le fruit de la duplication ne profite pas aux créanciers. S'il est vrai que les créanciers ne profitent pas du free lunch, la duplication des paiements extérieurs profite à la bulle financière qui génère des mouvements spéculatifs déstabilisateurs du marché financier. Cette situation est dommageable pour les créanciers car elle met en péril leurs investissements.

Les initiatives entreprises par les acteurs financiers pour résorber le problème d'endettement des pays n'ont fait qu'atténuer temporairement le problème. Ces initiatives ont cherché à influencer le comportement des débiteurs afin de les inciter à servir la dette. L'apport de liquidités aux pays, l'annulation d'une partie de la dette, et le rééchelonnement de la dette sont les principales mesures mises en œuvre par les programmes de réduction de la dette. Ces mesures sont conditionnées par la mise en œuvre de politiques économiques austères. Si ces programmes vont permettre de freiner temporairement l'augmentation du volume de la dette, elles n'améliorent pas véritablement la situation des pays. Nous expliquons que l'incapacité des programmes à traiter efficacement le problème de la dette extérieure vient de la non-prise en compte de la structure des paiements internationaux dans le niveau d'endettement des pays.

Étant donné que le dysfonctionnement de la structure monétaire internationale est indépendant des pays débiteurs, ceux-ci peuvent toutefois réformer leurs paiements extérieurs

de sorte à empêcher la malformation de leur dette. Nous recommandons à un pays pris isolément de créer un Bureau qui va organiser des paiements internationaux de ce dernier. Deux missions sont assignées à ce Bureau. La première mission consiste pour le Bureau à internaliser les paiements extérieurs effectués par les résidents. Pour ce faire, il reçoit les paiements extérieurs des importateurs nationaux et effectue le paiement des exportateurs domestiques. Lorsque le pays est déficitaire, le Bureau obtient un gain de revenu domestique qu'il investit dans l'économie nationale. La seconde mission du Bureau consiste à effectuer les paiements de l'économie étrangère. Pour accomplir cette mission, le Bureau va recevoir le paiement en devises des importateurs étrangers, et paie les exportateurs du reste du monde en devises. Lorsque le pays est déficitaire, le paiement du Bureau en faveur des exportateurs étrangers dépasse les paiements en devises qu'il reçoit des importateurs étrangers. Pour payer les importations nettes aux exportateurs étrangers, le Bureau doit éviter de faire une simple intermédiation en empruntant les devises pour payer ces derniers. De ce fait, celui-ci devra emprunter une première fois et prêter au reste du monde. Cette opération d'emprunt et de prêt constitue la contrepartie réelle des importations nettes que le Bureau cède au reste du monde à l'instant même du paiement. Le Bureau devra emprunter une seconde fois pour payer l'exportateur étranger. Ce second emprunt ne présente aucun coût pour le pays. En effet, en cédant la contrepartie réelle des importations nettes à travers le prêt accordé au reste du monde, le Bureau obtient en contrepartie les devises nécessaires pour payer les exportateurs étrangers. Le second emprunt est la reproduction du premier emprunt. Nous avons effectué une simulation sur des pays expérimentant ou ayant eu des problèmes pour servir leur dette. Il apparaît que non seulement la réforme réduit la dette à zéro, mais aussi, les pays obtiennent un gain en revenu domestique. L'investissement de ce gain permet de réduire le risque de défaillance des résidents sur leur engagements extérieurs, ce qui est profitable aux créanciers. Cette réforme permet également au pays de stabiliser son taux de change et empêche son surendettement.

Au niveau communautaire, nous proposons deux possibilités aux pays afin d'empêcher la malformation de la dette : il s'agit d'une véritable monnaie unique ou une monnaie commune. La monnaie unique permet de fondre l'ensemble des espaces monétaires membres du pays de l'union en un espace monétaire unique. En conséquence, la disparition des frontières monétaires entre pays fait également disparaître la dette souveraine entre les membres de la zone puisque le moyen véhiculaire n'est plus emprunté. Cette réforme contraint cependant les pays à renoncer non seulement à leur souveraineté économique, mais aussi politique au profit de l'union monétaire. Un tel sacrifice rend l'option de la monnaie unique insoutenable.



Toutefois, les pays membres de la communauté peuvent conserver leur souveraineté économique et monétaire en adoptant une monnaie commune. La monnaie commune permet aux pays membres de l'Union de prolonger le pouvoir d'achat de leurs résidents au-delà des frontières monétaires où il a pris forme. Contrairement à la monnaie unique, la monnaie commune ne remplace pas les monnaies nationales. Nous recommandons de ce fait la monnaie commune car celle-ci permet aux pays membres d'adapter leurs politiques monétaires en fonction du besoin de leur économie.

De ce qui précède, cette thèse a des implications en matière de la gestion de la dette. En effet, en identifiant le problème au niveau de la structure des paiements, ce travail permet d'appréhender le problème indépendamment de la conjoncture économique ou du comportement des différents acteurs. Dans ces conditions, il permet de mettre en place un meilleur mécanisme pérenne de gestion de la dette sans que celui-ci ne soit influencé par les « humeurs » du marché financier ou la conjoncture économique. En d'autres termes, la réforme de la dette qu'implique l'analyse du problème empêche que les problèmes comportementaux deviennent une source de déséquilibres macroéconomiques.

Par ailleurs, de nos jours, la gestion de la dette consiste en l'annulation d'une partie de la dette d'une part, et à la mise en place de politiques drastiques par l'économie débitrice pour servir la dette. Autrement dit, les créanciers et les débiteurs supportent un coût pour résorber le problème de la dette souveraine. La réforme que propose notre travail permet non seulement de maîtriser l'endettement des pays, sans qu'aucune partie ne supporte le moindre coût.

Enfin, cette thèse réactualise les débats ayant précédé la mise en place des accords de Bretton Woods. En effet, si l'intuitif et ambitieux plan de Keynes (1980) ouvrait la voie d'une véritable solution au problème d'endettement des pays, la difficulté de ce dernier à identifier précisément l'origine structurelle du problème n'a pas permis à ses pairs de comprendre les objectifs de la réforme. Dans ce travail, en montrant que le dysfonctionnement du système monétaire international est autant désavantageux pour les pays à monnaie faible que pour ceux à monnaie de réserve, la mise en place d'un meilleur système de paiement extérieur apparaît donc comme une urgence pour tous les pays participant aux échanges. Il ne s'agit donc pas d'une stratégie permettant à un pays de profiter des échanges internationaux au détriment des autres comme compris par les acteurs de la négociation des accords de Bretton Woods.

Au terme de ce travail, certaines questions n'ont pas été explorées et constituent de véritables enjeux de recherches futures. Dans un premier temps, si nous avons prouvé la duplication des paiements extérieurs à travers une simple observation des statistiques disponibles, nous n'utilisons pas des outils économétriques qui pourraient constituer une preuve supplémentaire. Dans de futures recherches, cette piste pourrait être explorée tout en respectant scrupuleusement les fondements théoriques qui sont au cœur des découvertes de Schmitt.

Ensuite, dans ce travail, nous mettons l'accent sur le paiement des déficits extérieurs pour expliquer l'instabilité financière internationale. Ce problème pourrait également être analysé à partir des paiements effectués par les pays à monnaie de réserve.

En outre, concernant la réforme communautaire, nous avons travaillé sur la zone euro qui détient une monnaie de réserve. Il est essentiel d'analyser dans des études futures la réforme communautaire pour les communautés économiques ne détenant pas de monnaie de réserve. Cette étude devra se focaliser sur l'analyse des paiements entre la communauté et le reste du monde.

Enfin, notre travail propose des réformes pour un pays pris individuellement et pour une communauté économique pour résorber un dysfonctionnement d'ordre global. Toutefois, nous n'analysons pas des pistes de réformes à l'échelle globale capables d'empêcher la malformation de la dette des pays. Ce niveau de réforme peut être exploré dans le prolongement de cette étude.

## Bibliographie

- ABAD J.M., LÖFFLER A., ZEMANEK H., 2011, « TARGET2 Unlimited: monetary policy implications of asymmetric liquidity management within the Euro area. CEPS Policy Brief No. 248, 13 July 2011 », *Policy Briefs*, 248, Brussels, Centre for European Policy Studies (CEPS).
- AGHION P., BACCHETTA P., BANERJEE A., 2001, « Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints », *European Economic Review*.
- AGLIETTA M., 2016, *La monnaie entre dettes et souveraineté*, Paris, France, Odile Jacob.
- AGLIETTA M., ORLEAN A., 1982, *La violence de la monnaie*, FeniXX.
- AJAYI S.I., 1997, *Analysis of external debt and capital flight in the severely indebted low income countries*, Washington, D.C, International Monetary Fund, Research Dept (IMF working paper), 62 p.
- ALBEROLA E., LOPEZ H., SERVEN L., 2004, « Tango with the Gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina », *Policy Research Working Paper Series*, 3322, The World Bank.
- ALIBER R.Z., KINDLEBERGER C.P., 1989, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, Seventh Edition, Houndmills, Basingstoke, Hampshire ; New York, Palgrave Macmillan, 426 p.
- ALLEGRET J.-P., 2015, « Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ? », *Regards croisés sur l'économie*, n° 17, 2, p. 101-116.
- ALLEGRET J.-P., COURBIS B., 2003, *Monnaies, finance et mondialisation*, Paris, Librairie Vuibert.
- ALLEN L., 2009, *The encyclopedia of money*, 2. ed, Santa Barbara, Calif., ABC-CLIO, 520 p.

- AMADEO E., 1987, « Le Plan « Austral » : ajustement ou changement structurel », *Tiers-Monde*, 28, 109, p. 157-172.
- ANDERTON R., SKUDELNY F., 2001, « Exchange rate volatility and euro area imports », Working Paper, 64, ECB Working Paper.
- ARESTIS P., SAWYER M., 2012, « Can the Euro Survive after the European Crisis? », dans ARESTIS P., SAWYER M. (dirs.), *The Euro Crisis*, London, Palgrave Macmillan UK (International Papers in Political Economy Series), p. 1-34.
- ARGHYROU M.G., CHORTAREAS G., 2008, « Current Account Imbalances and Real Exchange Rates in the Euro Area\* », *Review of International Economics*, 16, 4, p. 747-764.
- ARRUDA M., 2000, *External debt: Brazil and the international finance crisis*, London ; Sterling, Va., Pluto Press in association with Christian Aid and Transnational Institute (TNI), xi, 173 p. p.
- ARSLANALP S., BERGTHALER W., STOKOE P., TIEMAN A.F., 2019, « Concepts, Definitions and Composition », dans ABBAS S.A., PIENKOWSKI A., ROGOFF K. (dirs.), *Sovereign Debt*, New York, N.Y., U.S.A, Oxford University Press, p. 56-101.
- ARTUS P., DEBONNEUIL M., 1990, « La réduction de la dette des pays en voie de développement : Méthodes, effets et difficultés », *Revue d'économie financière*, 15, 3, p. 201-225.
- ASDRUBALI P., SORENSEN B., YOSHA O., 1996, « Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990 », *The Quarterly Journal of Economics*, 111, 4, p. 1081-1110.
- ASTLEY M., GIESE J., HUME M., KUBELEC C., 2009, « Global imbalances and the financial crisis », *Bank of England. Quarterly Bulletin*, 49, 3, p. 178-190.
- AUBOIN R., 1954, « La Banque Des Rèlements Internationaux Et L'union Européenne De Paiements », *Kyklos*, 7, 1-2, p. 39-60.
- AYRES J., NAVARRO G., NICOLINI J.P., TELES P., 2018, « Sovereign default: The role of expectations », *Journal of Economic Theory*, 175, C, p. 803-812.

BACCHETTA P., PERAZZI E., WINCOOP E. VAN, 2015, « Self-Fulfilling Debt Crises: Can Monetary Policy Really Help? », Working Paper, 21158, National Bureau of Economic Research.

BAER O.S., 2015, « Bank money », dans ROCHON L.-P., ROSSI S. (dirs.), *The Encyclopedia of Central Banking*, Edward Elgar Publishing.

BAILLY J.-L., 1992, « Nouvelles considérations sur le motif de «finance» de John Maynard Keynes », *Nouvelles considérations sur le motif de «finance» de John Maynard Keynes*, 45, 1, p. 105-127.

BAILLY J.-L., 2012, « Labour, wages, and non- wage incomes », dans *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 100-133.

BAILLY J.-L., 2017, « Absolute exchange and relative exchange », dans *Quantum Macroeconomics: The legacy of Bernard Schmitt*, Routledge, p. 33-49.

BAILLY J.-L., CENCINI A., ROSSI S., 2017, *Quantum Macroeconomics: The legacy of Bernard Schmitt*, Routledge.

BALDWIN R., KRUGMAN P.R., 1989, « Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks », *The Quarterly Journal of Economics*, 104, 4, p. 635-654.

BALDWIN R., WYPLOSZ C., 2015, *The Economics of European Integration*, 5th edition, London Boston Burr Ridge, IL Dubuque, IA Madison, WI, McGraw-Hill Inc.,US.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), 2016, « Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2016 », *Triennial Central Bank Survey*, April 2016, Bank for International Settlements (BIS)-Monetary and Economic Department.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2003, *Statistiques de la dette extérieure: guide pour les statisticiens et les utilisateurs*, Washington, DC, Fonds monétaire international.

BANQUE DE FRANCE, 2010, « Qu'est-ce que l'étalon-or ? », *Focus*, 5, Banque de France.

BAUMOL W.J., 1957, « Speculation, Profitability, and Stability », *The Review of Economics and Statistics*, 39, 3, p. 263-271.

BECKERMAN P., 2001, « Dollarization and Semi-dollarization in Ecuador », Working Paper, *Policy Research*, 2643, Washington, D.C., U.S.A., The World Bank-Latin America and the Caribbean Region.

BEERS D., LEON-MANLAGNIT P. DE, 2019, « The BoC-BoE sovereign default database: What's new in 2019? », Working Paper, 2019-39, Bank of Canada Staff Working Paper.

BEJA, JR. E.L., 2005, « Capital flight: Meanings and measures », dans EPSTEIN G. (dir.), *Capital flight and capital controls in developing countries*, Cheltenham, UK; Northampton, Massachusetts, USA, Edward Elgar Publishing, p. 58–82.

BENIGNO P., ROMEI F., 2014, « Debt deleveraging and the exchange rate », *Journal of International Economics*, 93, 1, p. 1-16.

BERETTA E., 2012, « The economics of external debt: a Damocles' Sword hanging over the Emergent and the Virtuous (Germany) », *Banks and Bank Systems*, 7, 2.

BERNSTEIN E.M., 1945, « Scarce Currencies and the International Monetary Fund », *Journal of Political Economy*, 53, 1, p. 1-14.

BERTHELEMY J.-C., 1981, « La théorie des transferts : une approche en termes de déséquilibres », *Revue économique*, 32, 1, p. 32-62.

BERTHELEMY J.-C., LENSINK R., 1995, « The Impact Of The Brady Plans On Debt Reduction And Short-Term Growth / L'Impact Du Plan Brady Sur La Réduction De La Dette Et La Croissance à Court Terme », *Savings and Development*, 19, 2, p. 175-190.

BIBOW J., 2010, « The Global Crisis and the Future of the Dollar: Toward Bretton Woods III? »,.

BIBOW J., 2012, « The euro debt crisis and Germany's euro trilemma », *Levy Economics Institute, Working Papers Series*.

BIBOW J., 2013, « Lost at Sea: The Euro Needs a Euro Treasury », *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, 780, Annandale-on-Hudson, NY, Levy Economics Institute of Bard College.

- BINDSEIL U., KOENIG P.J., 2011, « The economics of TARGET2 balances », SFB 649 Discussion paper.
- BINDSEIL U., KÖNIG P.J., 2012, « TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis », *Kredit und Kapital*, 45, 2, p. 135–174.
- BINDSEIL U., WINKLER A., 2012, « Dual liquidity crises under alternative monetary frameworks: a financial accounts perspective »,.
- BINDSEIL U., WINKLER A., 2014, « Dual Liquidity Crises under the Gold Standard and in a Monetary Union: A Financial Accounts Perspective », dans WINKLER B., RIET A. VAN, BULL P. (dirs.), *A Flow-of-Funds Perspective on the Financial Crisis*, Palgrave Macmillan UK (Palgrave Studies in Economics and Banking), p. 125-145.
- BLACK S.W., 1976, « Exchange policies for less developed countries in a world of floating rates », dans LEIPZIGER D.M. (dir.), *The International Monetary System and the Developing Nations*, Washington, D.C., U.S.A., Bureau For Program And Policy Coordination Agency for International Development, p. 13–73.
- BLACK S.W., 1985, « International money and international monetary arrangements », dans JONES R.W., KENEN P.B. (dirs.), *Handbook of International Economics*, Elsevier, p. 1153-1193.
- BLANC J., PONSOT J.-F., THERET B., 2007, « La monnaie entre autonomie territoriale et domination étrangère », dans THERET B. (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Paris, France, Ed. de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, p. 369-374.
- BLANCHARD O.J., 1984, « Debt, Deficits and Finite Horizons », Working Paper, 1389.
- BLANCHARD O.J., 1983, « Debt and the Current Account Deficit in Brazil », dans *NBER Chapters*, National Bureau of Economic Research, Inc, p. 187-198.
- BLOOMFIELD A.I., 1959, *Monetary policy under the international gold standard, 1880-1914*, New York, N.Y., U.S.A, Federal Reserve Bank of New York.
- BOARD OF GOVERNOR OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2019, *Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks*, Washington, D.C., U.S.A., Federal Reserve Bank.

BOARD OF TRADE JOURNAL, DEC. 18, 1919, 1920, « Final Report of Cunliffe Committee », *Federal reserve bulletin*, St. Louis, United States, Federal Reserve Bank of St. Louis.

BOGDANOWICZ-BINDERT C.A., 1986, « The Debt Crisis: The Baker Plan Revisited », *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 28, 3, p. 33-45.

BOLTON G.E., OCKENFELS A., 2000, « ERC: A Theory of Equity, Reciprocity, and Competition », *American Economic Review*, 90, 1, p. 166-193.

BORDO M.D., 1993, « The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview », dans BORDO M.D., EICHENGREEN B.J. (dirs.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, p. 3-108.

BORDO M.D., 1995, « Is There a Good Case for a New Bretton Woods International Monetary System? », *The American Economic Review*, 85, 2, p. 317-322.

BORDO M.D., SCHWARTZ A.J., DE GRAUWE P., 1989, « The ECU — An Imaginary or Embryonic Form of Money: What Can We Learn from History? », dans DE GRAUWE P., PEETERS T. (dirs.), *The ECU and European Monetary Integration*, London, Palgrave Macmillan UK, p. 1-24.

BORENSZTEIN E., PANIZZA U., 2009, « The Costs of Sovereign Default », *IMF Staff Papers*, 56, 4, p. 683-741.

BORIO C., DISYATAT P., 2010, « Global Imbalances and the Financial Crisis: Reassessing the Role of International Finance », *Asian Economic Policy Review*, 5, 2, p. 198-216.

BOUGRINE H., SECCARECCIA M., 2002, « Money, Taxes, Public Spending, and the State Within a Circuitist Perspective », *International Journal of Political Economy*, 32, 3, p. 58-79.

BOUGRINE H., SECCARECCIA M., 2009, « Financing Development Removing the External Constraint », *International Journal of Political Economy*, 38, 4, p. 44-65.

BOURGUINAT H., DOHNI L., 2002, « La dollarisation comme solution en dernier ressort », *Revue française d'économie*, 17, 1, p. 57-96.



BOWE M.A., DEAN J.W., 1993, « Has the Market Solved the Debt Crisis? The Theory and Practice of Sovereign Debt Relief », Discussion Paper, dp93-01, Department of Economics, Simon Fraser University.

BRADLEY X., 1993, « La « finance » et le circuit de la monnaie », *Revue française d'économie*, 8, 1, p. 67-88.

BRADLEY X., 2017, « Inflation and unemployment », dans BAILLY J.-L., CENCINI A., ROSSI S. (dirs.), *Quantum Macroeconomics: The legacy of Bernard Schmitt*, Routledge, p. 50-63.

BRADLEY X., PIÉGAY P., 2012, « Inflation and the circuit of income », dans *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 134-165.

BRUNNER K., FRATIANI M., GOLDMAN M., JORDAN J.L., MELTZER A.H., SCHWARTZ A.J., 1983, « International Debt, Insolvency and Illiquidity », *Journal of Economic Affairs*, 3, 3, p. 160.

BUITER W.H., RAHBARI E., MICHELS J., 2011, « The implications of intra-euro area imbalances in credit flows », *The implications of intra-euro area imbalances in credit flows*, 57, Citigroup and Centre for Economic Policy Research (CEPR).

BULOW J., ROGOFF K., 1988, « Multilateral negotiations for rescheduling developing country debt: a bargaining-theoretic framework », *Staff Papers*, 35, 4, p. 644–657.

BULOW J., ROGOFF K., 1989, « Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? », *American Economic Review*, 79, p. 43–50.

BULOW J., ROGOFF K., 1991, « Sovereign Debt Repurchases: No Cure for Overhang », *Quarterly Journal of Economics*, 106.

CABRERA J.M.L., 2019, « Ecuador's President Moves Seat of Government to Escape Protests », *The New York Times*, 8 octobre 2019.

CAIRNCROSS A., GIERSCHE H., LAMFALUSSY A., PETRILLI G., URI P., 1974, *Economic Policy for the European Community: The Way Forward*, 1st édition, London, Palgrave Macmillan UK.

CALVO G.A., 1988, « Servicing the Public Debt: The Role of Expectations », *The American Economic Review*, 78, 4, p. 647–661.

CALVO G.A., 1996, « Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons », *International Journal of Finance & Economics*, 1, 3, p. 207-223.

CALVO G.A., REINHART C.M., 2002, « Fear of Floating », *The Quarterly Journal of Economics*, 117, 2, p. 379-408.

CAMPBELL J.Y., CHAMPBELL J.J., CAMPBELL J.W., LO P.A.W., LO A.W., MACKINLAY A.C., 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton, N.J, Princeton University Press, 632 p.

CANDELON B., SY M.A.N., AREZKI R., 2011, « Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis », International Monetary Fund.

CARDOSO E.A., DORNBUSCH R., 1989, « Foreign private capital flows », dans *Handbook of Development Economics*, Elsevier, p. 1387-1439.

CARRASCO L., 1986, « The Austral and Cruzado Plans: wrecking the economy to be popular », *Executive Intelligence Review (EIR)*, 13, 21, p. 2.

CARRERA A., 2016, « Money, income, and capital: A reform of the system of national payments », *Cuadernos de Economía*, 39, 111, p. 189-202.

CARTIER-BRESSON J., 1987, « Le Plan « Cruzado » et l'hétérodoxie économique », *Tiers-Monde*, 28, 109, p. 173-196.

CARVOUNIS C.C., 1986, *The Foreign Debt/National Development Conflict: External Adjustment and Internal Disorder in the Developing Nations*, New York, Greenwood Press, 266 p.

CECCHETTI S.G., MCCAULEY R., MCGUIRE P., 2012, « Interpreting TARGET2 balances », *BIS Working Papers*, 393, Bank for International Settlements.

CECIONI M., FERRERO G., 2012, « Determinants of TARGET2 Imbalances », *SSRN Electronic Journal*.

CELASUN M., RODRIK D., 1989, « Debt, Adjustment, and Growth: Turkey », dans *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 3: Country Studies-Indonesia, Korea, Philippines, Turkey*, University of Chicago Press, p. 615–616.

CENCINI A., 1988, *Money, income, and time: a quantum-theoretical approach*, London ; New York, Pinter Publishers, 204 p.

CENCINI A., 1991, « Les pays face au problème de la dette », 2, Centro di studi bancari Villa Negroni-RME LAB Research Laboratory of Monetary Economics.

CENCINI A., 1995, *Monetary theory national and international*, London; New York, Routledge.

CENCINI A., 1996, « Inflation and deflation: the two faces of the same reality », dans *Inflation and Unemployment*, Routledge, p. 24–65.

CENCINI A., 1997, « La teoria monetaria della produzione (The monetary theory of production): Augusto Graziani, (Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Studi e Ricerche, 1994). », *Structural Change and Economic Dynamics*, 8, 2, p. 272-277.

CENCINI A., 2000, « World monetary disorders: exchange rate erratic fluctuations », Lugano-Suisse, Centro di studi bancari Villa Negroni - Research Laboratory of Monetary Economics (RME LAB ).

CENCINI A., 2001, *Monetary macroeconomics: a new approach*, London, Routledge (Routledge international studies in money and banking), 224 p.

CENCINI A., 2005a, *Macroeconomic foundations of macroeconomics*, London; New York, Routledge.

CENCINI A., 2005b, « World monetary discrepancies: a new macroeconomic analysis », Centro di studi bancari Villa Negroni.

CENCINI A., 2008, *Elementi di macroeconomia monetaria*, Padova, CEDAM.

CENCINI A., 2012a, « Towards a macroeconomic approach to macroeconomics », dans GNOS C., ROSSI S. (dirs.), *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 39–68.

CENCINI A., 2012b, « Is there a common cause to economic and financial crises? », dans GNOS C., ROSSI S. (dirs.), *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 193-217.

CENCINI A., 2012c, « Italy's Sovereign Debt Crisis and the Euro Area: Diagnosis and Remedy », SSRN Scholarly Paper, ID 2097738, Rochester, NY, Social Science Research Network.

CENCINI A., 2015, *Elementi di macroeconomia monetaria*, 2a ed., Padova, Wolters Kluwer, 512 p.

CENCINI A., 2016, « Can the ECB save the Euro zone? », *Banks and Bank Systems*, 2.

CENCINI A., 2017a, « The sovereign debt crisis », dans BAILLY J.-L., CENCINI A., ROSSI S. (dirs.), *Quantum Macroeconomics: The legacy of Bernard Schmitt*, London ; New York, Routledge, Taylor & Francis Group, p. 144–157.

CENCINI A., 2017b, « The sovereign debt crisis: The case of Spain », *Cuadernos de Economía*, 40, 112, p. 1–13.

CENCINI A., CITRARO M., 2012, « World monetary disorders: the mystery of the 'missing surplus' and of the 'missing capital outflow' », dans *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 261-292.

CENCINI A., GNOS C., ROSSI S., 2016, « Quantum macroeconomics: A tribute to Bernard Schmitt », *Cuadernos de Economía*, 39, 110, p. 65-75.

CENCINI A., ROSSI S., 2015, *Economic and financial crises: a new macroeconomic analysis*, Houndmills, Basingstoke Hampshire ; New York, NY, Palgrave Macmillan, 281 p.

CENCINI A., SCHMITT B., 1991, *External debt servicing: a vicious circle*, London; New York, Pinter Publishers.

CERRA V., SAXENA S.C., 2002, « What caused the 1991 currency crisis in India? », *IMF staff papers*, 49, 3, p. 395–425.

CESARANO F., 2006, *Monetary theory and Bretton Woods: the construction of an international monetary order*, Cambridge, Cambridge Univ. Press (Historical perspectives on modern economics), 248 p.

CESARATTO S., 2013, « The implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10, 3, p. 359-382.

CESARATTO S., 2015a, « The implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10, 2013, p. 3.

CESARATTO S., 2015b, « Balance of Payments or Monetary Sovereignty? In Search of the EMU's Original Sin », *International Journal of Political Economy*, 44, 2, p. 142.

CESARATTO S., 2018, « The nature of the eurocrisis: a reply to Febrero, Uxó and Bermejo », *Review of Keynesian Economics*, 6, 2, p. 240-251.

CHEN J., 2019, « Sovereign Debt Definition », *Investopedia*.

CHORAFAS D.N., 2011, *Sovereign debt crisis: the new normal and the newly poor*, Houndmills, Basingstoke Hamshire, Palgrave Macmillan (Palgrave Macmillan studies in banking and financial institutions), 275 p.

CHOURAQUI J.-C., JONES B., MONTADOR R.B., 1986, « La dette publique dans une perspective à moyen terme », *Revue économique de l'OCDE*, 7, p. 111–167.

CHRYSTAL K.A., 1984, « On the Theory of International Money », dans BLACK J., DORRANCE G.S. (dirs.), *Problems of International Finance: Papers of the Seventh Annual Conference of the International Economics Study Group*, London, Palgrave Macmillan UK (International Economics Study Group), p. 77-92.

CLAESSENS S., DIWAN I., FROOT K.A., KRUGMAN P.R., 1991, « Market-based debt reduction for developing countries : principles and prospects », 9452, The World Bank.

CLAESSENS S., KOSE M.M.A., 2013, « Financial crises explanations, types, and implications », WP/13/28, International Monetary Fund.

CLAESSENS S., NAUDE D., 1993, « Recent estimates of capital flight », Policy Research Working Paper, *Working Paper Series*, WPS1186, Washington, D.C., U.S.A., The World Bank.

CLARK J., 1993, « Debt reduction and market reentry under the Brady plan », *Quarterly Review*, 18, Win, p. 38-62.

CLIFTON J., DIAZ-FUENTES D., GÓMEZ A.L., 2018, « The crisis as opportunity? On the role of the Troika in constructing the European consolidation state », *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 11, 3, p. 587-608.

CLINE W.R., 1983a, *International debt and the stability of the world economy*, 2. print, Cambridge London, MIT Pr (Policy Analyses in international Economics, Institute for International Economics), 134 p.

CLINE W.R., 1983b, *International debt and the stability of the world economy*, 2. print, Cambridge London, MIT Pr (Policy Analyses in international Economics, Institute for International Economics), 134 p.

CLINE W.R., 1985, « International Debt: From Crisis to Recovery? », *The American Economic Review*, 75, 2, p. 185-190.

CLINE W.R., 1986a, *International debt: systemic risk and policy response*, 2. printing, Cambridge, MIT Press, 317 p.

CLINE W.R., 1986b, *International debt: systemic risk and policy response*, 2. printing, Cambridge, MIT Press, 317 p.

CLINE W.R., 1989, « The Baker Plan : progress, shortcomings, and future », The World Bank.

CLINE W.R., 1995, *International debt reexamined*, Institute for International Economics, 568 p.

CLINE W.R., 2006, « International Debt: The Past Quarter-Century and Future Prospects », dans MUSSA M. (dir.), *C. Fred Bergsten and the world economy*, Washington, DC, Peterson Institute for International Economics, p. 243-274.

CLINE W.R., 2011, « Sustainability of Greek Public Debt », *Policy Brief*, P b 1 1-1 5, Washington, D.C., U.S.A., Peterson Institute for International Economics.

CLINE W.R., 2012, « Sovereign Debt Sustainability in Italy and Spain: A Probabilistic Approach », *Working Paper*, 12-12, Washington, D.C., U.S.A., Peterson Institute for International Economics.

COFFEY P., 1987, *The European Monetary System - Past, Present and Future*, 2nde édition, Dordrecht, Springer Netherlands.

COHEN, D., PORTES, R. (dirs.), 2003, *Crises de la dette: prévention et résolution ; rapport*, Paris, Documentation Française (Les rapports du Conseil d'Analyse Economique), 168 p.

COHEN D., SACHS J., 1991, « Growth and External Debt Under Risk of Debt Repudiation », dans *International volatility and economic growth: the first ten years of the international seminar on macroeconomics*, Elsevier Science Publishers B.V., National Bureau of Economic Research, p. 437-472.

COLE D.C., SLADE B.F., 1998, « Why Has Indonesia's Financial Crisis Been so Bad? », *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 34, 2, p. 61-66.

COLE H.L., KEHOE T.J., 2000, « Self-Fulfilling Debt Crises », *The Review of Economic Studies*, 67, 1, p. 91-116.

COLLIER P., HOFFLER A., PATTILLO C., 1999, « Flight Capital as a Portfolio Choice », Working Paper, *Policy Research Working Paper Series*, 2066, Washington, D.C., U.S.A., The World Bank and International Monetary Fund.

COLLINS S.M., PARK W.-A., 1989, « External Debt and Macroeconomic Performance in South Korea », dans SACHS J.D., COLLINS S.M. (dirs.), *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 3*, University of Chicago Press, p. 151-369.

COMMENDATORE P., PANICO C., PINTO A., 2010, « Government Spending, Effective Demand, Distribution and Growth: A Dynamic Analysis », dans *Institutional and Social Dynamics of Growth and Distribution*, Edward Elgar Publishing.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1990, « One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union », European Commission-Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (dir.), 1989, *Report on economic and monetary union in the European Community*, Luxembourg, Office for Official Publications of the European Communities, 235 p.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, 1993, *Central bank payment and settlement services with respect to cross-border and multi-currency transactions*, Basle, Bank for International Settlements.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS (dir.), 2003a, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, Basel, Switzerland, Bank for International Settlements, 53 p.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, 2003b, *The role of central bank money in payment systems*, Basel, Bank for International Settlements.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, 2003c, *Payment and settlement systems in selected countries*, Basel, Switzerland, Bank for International Settlements.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, 2005a, *Central bank oversight of payment and settlement systems*, Basel, Switzerland, Bank for International Settlements.

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS, 2005b, « General guidance for payment system development », consultative report, Basel, Switzerland, Bank for International Settlements.

COOK D., DEVEREUX M.B., 2011, « Sharing the Burden: Monetary and Fiscal Responses to a World Liquidity Trap », *NBER Working Papers*, 17131, National Bureau of Economic Research, Inc.

COUDERT V., COUHARDE C., MIGNON V., 2013, « On Currency Misalignments within the Euro Area: On Currency Misalignments within the Euro Area », *Review of International Economics*, 21, 1, p. 35-48.



COUHARDE C., MAZIER J., 2001, « The equilibrium exchange rates of European currencies and the transition to euro », *Applied Economics*, 33, 14, p. 1795-1801.

COUHARDE C., REY S., SALLENAVE A., 2015, « External debt and real exchange rates' adjustment in the euro area: New evidence from a nonlinear NATREX model », *EconomiX Working Papers*, 2015-20, University of Paris Nanterre, EconomiX.

CRUCES J.J., TREBESCH C., 2013, « Sovereign Defaults: The Price of Haircuts », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5, 3, p. 85–117.

CUDDINGTON J.T., 1986, *Capital flight: estimates, issues, and explanations*, Princeton, N.J, International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University (Princeton studies in international finance), 44 p.

CUDDINGTON J.T., 1987, « Capital flight », *European Economic Review*, 31, 1-2, p. 382–388.

CUDDINGTON J.T., 1989, « The Extent and Causes of the Debt Crisis of the 1980s », dans HUSAIN I., DIWAN I. (dirs.), *Dealing with the Debt Crisis*, World Bank Publications, p. 15-44.

CUNLIFFE COMMITTEE, 1918, « The Heyday of the Gold Standard, 1820-1930 », Report on Currency and Foreign Exchanges After the War, *Interim Report of the Cunliffe Committee*, 2.

CURRY T., 1997, « The LDC Debt Crisis », dans *History of the EightiesóLessons for the Future: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*, Federal Deposit Insurance Corporation, p. 189-210.

DAVIDSON P., 1988, « A Modest Set of Proposals for Resolving the International Debt Problem », *Journal of Post Keynesian Economics*, 10, 2, p. 323-338.

DE GOTTARDI C., 2000, « Une critique à la théorie de la valeur néoclassique », 338, Fribourg/Suisse, Faculté des sciences économiques et sociales Université de Fribourg.

DE GRAUWE P., 2010, « Crisis in the Eurozone and how to Deal with It », SSRN Scholarly Paper, *CEPS Policy Brief*, 204, Centre for European Policy Studies (CEPS).

- DE GRAUWE P., 2013, « Design Failures in the Eurozone: Can They Be Fixed? », *LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series (LEQS)*, 57/2013, London, United Kingdom, London School of Economics & Political Science (LSE).
- DE GRAUWE P., FRATIANNI M., 1984, « The Political Economy of International Lending », *Cato Journal*, 4, 1, p. 147-184.
- DE GRAUWE P., JI Y., 2012, « What Germany should fear most is its own fear: An analysis of Target2 and current account imbalances », CEPS Paper, Centre for European Policy Studies.
- DE GRAUWE P., JI Y., 2013, « Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test », *Journal of International Money and Finance*, 34, C, p. 15-36.
- DE GRAUWE P., JI Y., 2015, « Correcting for the Eurozone Design Failures: The Role of the ECB », *Journal of European Integration*, 37, 7, p. 739-754.
- DEHOUSSE F., 1995, « L'Union économique et monétaire », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, n° 1485-1486, 20, p. 1-57.
- DESMEDT L., 2014, « Dette et fiscalité des jeunes Etats-Unis : les oppositions entre les Pères fondateurs », *L'Economie politique*, n° 61, 1, p. 7-20.
- DEVLIN R., 1990, « From Baker to Brady: can the new plan work? », *Brazilian Journal of Political Economy*, 10, 2.
- DIAZ-ALEJANDRO C.F., 1984, « Latin American Debt: I Don't Think We are in Kansas Anymore | Brookings Institution », *Brookings*.
- DIRECTION GENERAL DU TRESOR, 2017, « La normalisation de la gestion de la dette publique portugaise », Lisbonne, Ambassade de France au Portugal- Service Economique.
- DOHNER R.S., INTAL JR P., 1989, « The Marcos Legacy: Economic Policy and Foreign Debt in the Philippines », dans SACHS J.D., COLLINS S.M. (dirs.), *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 3: Country Studies-Indonesia, Korea, Philippines, Turkey*, University of Chicago Press, p. 371–614.
- DOOLEY M., FERNANDEZ-ARIAS E., KLETZER K.M., 1994, « Is the debt crisis history? Recent private capital inflows to developing countries », text, 1327, The World Bank.

- DOOLEY M.P., 1994, « A Retrospective on the Debt Crisis », *NBER Working Papers*, 4963, National Bureau of Economic Research, Inc.
- DOOLEY M.P., 1999, « Origins of the Crisis in Asia », dans *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, Springer, Boston, MA, p. 27-31.
- DOOLEY M.P., KLETZER K.M., 1994, « Capital Flight, External Debt and Domestic Policies », Working Paper, *Working Paper Series*, 4793, National Bureau of Economic Research.
- DORNBUSCH R., 1976, « Expectations and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, 84, 6, p. 1161-1176.
- DORNBUSCH R., 1985, « External debt, budget deficits, and disequilibrium exchange rates », dans SMITH G.W., CUDDINGTON J.T. (dirs.), *International debt and the developing countries*, The World Bank.
- DORNBUSCH R., CLINE W.R., 1997, « Brazil's incomplete stabilization and reform », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997, 1, p. 367-404.
- DORNBUSCH R., FISCHER S., 1986, « Third World Debt », *Science*, 234, 4778, p. 836-841.
- DORNBUSCH R., FISCHER S., STARTZ R., 2011a, *Macroeconomics*, 11th ed, New York, McGraw-Hill/Irwin (The McGraw-Hill series economics), 636 p.
- DORNBUSCH R., FISCHER S., STARTZ R., 2011b, *Macroeconomics*, 11th ed, New York, McGraw-Hill/Irwin (The McGraw-Hill series economics), 636 p.
- DORNBUSCH R., JOHNSON T.S., KRUEGER A.O., 1988, « Our LDC debts », dans *The United States in the World Economy*, University of Chicago Press, p. 161-214.
- DREHMANN M., NIKOLAOU K., 2013, « Funding liquidity risk: Definition and measurement », *Journal of Banking & Finance*, 37, 7, p. 2173-2182.
- DYMSKI G., 2019, « Post-war international debt crises and their transformation », dans MICHIE J. (dir.), *The Handbook of Globalisation, Third Edition*, 3rd édition, Cheltenham, UK; Northampton, Massachusetts, USA, Edward Elgar Publishing, p. 103-118.
- DYMSKI G.A., 2003, « The international debt crisis », *Handbook of Globalisation*, p. 117-34.

- EATON J., 1990, « Sovereign Debt, Reputation, and Credit Terms », *Working Paper*, 3424, National Bureau of Economic Research.
- EATON J., 1993, « Sovereign debt : a primer », *The World Bank economic review*, 7, 2 (May 1993), p. 137-172.
- EATON J., FERNANDEZ R., 1995a, « Sovereign debt », dans GROSSMAN G.M., ROGOFF K.S. (dirs.), *Handbook of international economics*, Elsevier, p. 2031–2077.
- EATON J., FERNANDEZ R., 1995b, « Sovereign debt », dans *Handbook of international economics*, Elsevier, p. 2031-2077.
- EATON J., GERSOVITZ M., 1981, « Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis », *The Review of Economic Studies*, 48, 2, p. 289-309.
- EATON J., GERSOVITZ M., STIGLITZ J.E., 1986, « The pure theory of country risk », *European Economic Review*, 30, 3, p. 481–513.
- EATON J., TAYLOR L., 1986, « Developing country finance and debt », *Journal of Development Economics*, 22, 1, p. 209-265.
- ECHINARD Y., LAURENT A., 2010, « L’union monétaire européenne : de la lumière à l’ombre... », *Reflets et perspectives de la vie économique*, Tome XLIX, 4, p. 39-46.
- EDWARDS S., 1985, « Country Risk, Foreign Borrowing and the Social Discount Rate in an Open Developing Economy », *Working Paper*, 1651, National Bureau of Economic Research.
- EDWARDS S., 1989, « Structural adjustment policies in highly indebted countries », dans SACHS J.D. (dir.), *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System*, University of Chicago Press, p. 159–208.
- EDWARDS S., 2002, « The great exchange rate debate after Argentina », *The North American Journal of Economics and Finance*, 13, 3, p. 237-252.
- EGGERTSSON G.B., KRUGMAN P.R., 2012a, « Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach », *The Quarterly Journal of Economics*, 127, 3, p. 1469-1513.

EGGERTSSON G.B., KRUGMAN P.R., 2012b, « Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach », *The Quarterly Journal of Economics*, 127, 3, p. 1469-1513.

EICHENGREEN B., 2003, « Les crises récentes en Turquie et en Argentine sont-elles les dernières d'une espèce en voie de disparition ? », *Revue d'économie financière*, 70, 1, p. 51-64.

EICHENGREEN B.J., 1990, « Système financier et crise économique dans l'entre-deux-guerres », *Revue d'économie financière*, 14, 2, p. 105-117.

EICHENGREEN B.J., 1995, *Golden fetters: the gold standard and the great depression, 1919 - 1939*, New York, NY, Oxford Univ. Press (NBER series on long-term factors in economic development), 448 p.

EICHENGREEN B.J., 2008, *Globalizing capital: a history of the international monetary system*, 2nd ed, Princeton, Princeton University Press, 265 p.

EICHENGREEN B.J., PORTES R., 1986, « Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences », *European Economic Review*, 30, 3, p. 599-640.

EICHENGREEN B.J., PORTES R., 1989a, « Dealing with Debt: The 1930s and the 1980s », dans *Dealing with the debt crisis*, World Bank Publications, p. 106-134.

EICHENGREEN B., PORTES R., 1989b, « Dealing With Debt: The 1930s and the 1980s », Working Paper, 2867, National Bureau of Economic Research.

EIJFFINGER S.C.W., 2003, « The federal design of a central bank in a monetary union: The case of the European system of central banks », *International Journal of Finance & Economics*, 8, 4, p. 365-380.

EPSTEIN G., 2005, « Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries: an Introduction », dans EPSTEIN G. (dir.), *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Cheltenham, UK; Northampton, Massachusetts, USA, Edward Elgar Publishing, p. 3-14.

ESSENTIAL BUSINESS, 2018, « Portugal pays off IMF debt but national debt at record high », *Essential Business*.

ESSENTIAL BUSINESS, 2019, « Portugal to pay €2Bn troika debt to Europe », *Essential Business*.

EUROPEAN CENTRAL BANK, 2007, *Blue book: payment and securities settlement systems in the European Union*, Frankfurt am Main, European Central Bank.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), 2011, « Monthly Bulletin October », *Monthly Bulletin*, Frankfurt am Main, Germany, European Central Bank-Eurosystem.

EUROPEAN COMMISSION, INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), UNITED NATIONS, WORLD BANK (dirs.), 2009, *System of national accounts 2008*, Rev. 5, New York, United Nations [u.a.] (Studies in methods), 662 p.

EUROPEAN COUNCIL, COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION, 1970, « Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community: Werner report », Luxembourg, European Communities.

FARHI E., GOURINCHAS P.-O., REY H., 2011, *Reforming the International Monetary System*, Centre for Economic Policy Research, 76 p.

FEBRERO E., UXÓ J., 2013, « Understanding TARGET2 imbalances from an endogenous money view », WP DT-DAEF 2013/2, Spain, Department of Economics and Finance, University of Castilla-La Mancha.

FEBRERO E., UXÓ J., BERMEJO F., 2018, « The financial crisis in the eurozone: a balance-of-payments crisis with a single currency? », *Review of Keynesian Economics*, 6, 2, p. 221-239.

FELDSTEIN M., 1986, « International Debt Service and Economic Growth: Some Simple Analytics », NBER Working Paper, 2076, National Bureau of Economic Research, Inc.

FELDSTEIN M., 2012, « The Failure of the Euro: The Little Currency That Couldn't », *Foreign Affairs*, 91, 1, p. 105-116.

FERREIRA A., TULLIO G., 2002, « The Brazilian Exchange Rate Crisis of January 1999 », *Journal of Latin American Studies*, 34, 1, p. 143-164.

FERRI P., 1990, « The EMS, the Single Market and Monetary Union: An Overview », dans FERRI P. (dir.), *Prospects for the European Monetary System*, London, Palgrave Macmillan UK, p. 3-21.

FIELEKE N.S., 1996, « Unilateral international transfers: unrequited and generally unheeded », *New England Economic Review*, p. 27.

FISCHER S., 1977, « Stability and exchange rate systems in a monetarist model of the balance of payments », dans ALIBER R.Z. (dir.), *The political economy of monetary reform*, Springer, p. 59–73.

FISHER I., 1894, « The Mechanics of Bimetallism », *The Economic Journal*, 4, 15, p. 527-537.

FISHER I., 1933, « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 337–357.

FLASSBECK H., LAPAVITSAS C., 2015, *Against the troika: crisis and austerity in the Eurozone*, London ; New York, Verso, 130 p.

FLEMING J.M., 1958, « Exchange Depreciation, Financial Policy, and the Domestic Price Level », *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 6, 2, p. 289-322.

FLEMING J.M., MUNDELL R.A., 1964, « Official Intervention on the Forward Exchange Market: A Simplified Analysis », *Staff Papers - International Monetary Fund*, 11, 1, p. 1.

FMI, 2016, « Droit de tirage spécial (DTS) », *Fiche Technique*, Washington, D.C., U.S.A., Fonds Monétaire International (FMI)-Département de la communication.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (FMI), 2011, *Statuts du Fonds Monétaire International*, Washington, D.C., International Monetary Fund.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (FMI), BANQUE MONDIALE, 2001, « Faut-il annuler l'intégralité de la dette? La réponse du FMI et de la Banque mondiale », *Études thématiques*, 01/07, Fonds Monétaire International (FMI).

FORD A.G., 1960, « Notes on the Working of the Gold Standard before 1914 », *Oxford Economic Papers*, 12, 1, p. 52-76.

- FORELLE C., MINCZESKI P., BENTLEY E., 2019, « Greece's Debt Due: What Greece Owes When », *Wall Street Journal (WSJ)*, 22 janvier 2019.
- FORNARO L., 2018, « International Debt Deleveraging », *Journal of the European Economic Association*, 16, 5, p. 1394-1432.
- FOUSKAS V.K., DIMOULAS C., 2013, *Greece, Financialization and the EU*, London, Palgrave Macmillan UK.
- FRANKEL J.A., ROSE A.K., 1998, « The endogeneity of the optimum currency area criteria », *The Economic Journal*, 108, 449, p. 1009–1025.
- FRATIANNI M., 1980, « The european monetary system: A return to an adjustable-peg arrangement », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 13, p. 139-172.
- FRENKEL R., 1987, « Heterodox theory and policy: The plan austral in Argentina », *Journal of Development Economics*, 27, 1-2, p. 307-338.
- FRIAS H.C., 2002, « palabras al asumir la presidencia del Grupo de los 77 », Caracas, Venezuela, 2002.
- FRIAS H.C., 2003, *El golpe fascista contra Venezuela*, Ediciones Plaza.
- FRIEDMAN M., 1953, *Essays in positive economics*, Nachdr, Chicago, Univ. of Chicago Press, 328 p.
- FRIEDMAN M., 1990, « Bimetallism Revisited », *The Journal of Economic Perspectives*, 4, 4, p. 85-104.
- FROOT K.A., 1989, « Buybacks, Exit Bonds, and the Optimality of Debt and Liquidity Relief », *International Economic Review*, 30, 1, p. 49-70.
- FRY M.J., 1993, « Foreign debt accumulation: financial and fiscal effects and monetary policy reactions in developing countries », *Journal of International Money and Finance*, 12, 4, p. 347-367.
- FRY M.J., KILATO I., ROGER S., SENDEROWICZ K., SHEPPARD D., SOLIS F., TRUNDLE J., 2005, *Payment systems in global perspective*, London, Taylor & Francis e-Library.



GERDESMEIER D., MONGELLI F.P., ROFFIA B., 2007, « The Eurosystem, the U.S. Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences », *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 7, p. 1785-1819.

GIAVAZZI F., GIOVANNINI A., BRANSON W., 1988, « The role of the exchange-rate regime in a disinflation: empirical evidence on the European Monetary System », dans GIAVAZZI F., MICOSI S., MILLER M. (dirs.), *The European Monetary System*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 85-111.

GIBSON H.D., HALL S.G., TAVLAS G.S., 2012, « The Greek financial crisis: Growing imbalances and sovereign spreads », *Journal of International Money and Finance*, 31, 3, p. 498-516.

GILBERT G., 1989, « Circular Flow », dans EATWELL J., MILGATE M., NEWMAN P. (dirs.), *General Equilibrium*, London, Palgrave Macmillan UK (The New Palgrave), p. 70-75.

GNOS C., 2005, « The Keynesian identity of income and output », dans FONTAINE P., JOLINK A. (dirs.), *Historical Perspectives on Macroeconomics: Sixty Years After the « General Theory »*, Routledge, p. 38-44.

GNOS C., 2007, « French Circuit Theory », dans ARESTIS P., SAWYER M. (dirs.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham, UK; Northampton, Massachusetts, USA, Edward Elgar Publishing, p. 87-104.

GNOS C., 2009, « Circuit Theory Supplementing Keynes's Genuine Analysis of the Monetary Economy of Production », dans PONSOT J.-F., ROSSI S. (dirs.), *The Political Economy of Monetary Circuits: Tradition and Change in Post-Keynesian Economics*, London, Palgrave Macmillan UK, p. 1-20.

GNOS C., 2012, « The unemployment issue », dans *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 166-192.

GNOS C., 2016, « La formation du pouvoir d'achat: a historical perspective », dans BAILLY J.-L., CENCINI A., ROSSI S. (dirs.), *Quantum Macroeconomics: The legacy of Bernard Schmitt*, Routledge, p. 23-32.

- GNOS C., MONVOISIN V., PONSOT J.-F., 2009, « Regional currencies and regional monetary zones in Latin America: what prospects? », *Journal of Post Keynesian Economics*, 32, 2, p. 173-184.
- GOODFRIEND M., 1999, « The role of a regional bank in a system of central banks », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 51, p. 51-71.
- GOODHART C.A.E., 1989, *Money, information and uncertainty*, Cambridge, Mass, M I T Press.
- GOUX J.-F., 1996, « Une explication monétaire non monétariste : la théorie post-keynésienne », *Revue française d'économie*, 11, 3, p. 69-94.
- GOZARD G., 1951, « L'UNION EUROPÉENNE DES PAIEMENTS », *Revue des Deux Mondes (1829-1971)*, p. 473-488.
- GRAEBER D., 2011, *Debt: the first 5,000 years*, Brooklyn, NY, Melville House, 534 p.
- GRAZIANI A., 2003, *The monetary theory of production*, Cambridge [u.a.]: Cambridge Univ. Press (Cambridge studies in international relations), 176 p.
- GRECO T.H.J., 1990, *Money and Debt: A Solution to the Global Crisis*, 2 edition, Tucson, AZ (PO Box 42663, Tucson AZ), Knowledge Systems.
- GREGORY R., LIN H., MÜHLEISEN M., 2020, « IMF Lending During the Pandemic and Beyond », *IMF Blog*.
- GRIGORIAN D.A., ALLEYNE T., GUERSON A., 2012, « Jamaica Debt Exchange », IMF Working Papers, WP/12/244, International Monetary Fund (IMF).
- GROS D., 2015, « The Eurozone crisis and foreign debt », dans BALDWIN R., GIAVAZZI F. (dirs.), *The Eurozone crisis—a consensus view of the causes and a few possible solutions.*, London, Centre for Economic Policy Research (CEPR), p. 121-128.
- GROS D., THYGESEN N., 1990, « Vers l'union monétaire européenne: pourquoi et comment? », *Revue de l'OFCE*, 33, 1, p. 131–153.
- GRUBEN W.C., 1996, « Policy priorities and the Mexican exchange rate crisis », *Economic Review-Federal Reserve Bank of Dallas*, p. 19–29.

- GUERRIERI V., LORENZONI G., 2017, « Credit Crises, Precautionary Savings, and the Liquidity Trap », *The Quarterly Journal of Economics*, 132, 3, p. 1427-1467.
- GUMBAU-BRISA F., MANN C.L., 2013, « New money versus old money for Europe: the provision of credit enhancements through a collateral fund », DICE Report, *CESifo*, 11 (3), Munich, Ifo Institute,.
- GUTTENTAG J.M., HERRING R.J., 1985, « Commercial Bank Lending to Developing Countries: From Overlending to Underlending to Structural Reform », dans SMITH G.W., CUDDINGTON J.T. (dirs.), *International Debt and the Developing Countries*, Washington, D.C., U.S.A., World Bank (World Bank Symposium), p. 129-150.
- GUTTENTAG J.M., HERRING R.J., 1986, « Disaster myopia in international banking », *Essays on International Finance*, 164, Princeton, N.J, PRINCETON UNIVERSITY.
- HANCOCK D., HUMPHREY D.B., 1997, « Payment transactions, instruments, and systems: A survey », *Journal of Banking & Finance*, 21, 11-12, p. 1573-1624.
- HARGRAVE M., 2020, « How to Not Break a Negative Pledge Clause », *Investopedia*.
- HAUSMANN R., STURZENEGGER F., 2007, « The missing dark matter in the wealth of nations and its implications for global imbalances », *Economic Policy*, 22, 51, p. 470-518.
- HAYES M.D., 1988, « The U.S. and Latin America: A Lost Decade? », *Foreign Affairs*, 68, 1, p. 180-198.
- HELBLING T., TERRONES M.E., 2009, « From Deficit to Surplus: Recent Shifts in Global Current Accounts », dans INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (dir.), *World Economic Outlook: Sustaining the recovery*, Washington, DC, International Monetary Fund (World economic outlook), p. 35-39.
- HELLEINER E., 1996, *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*, Cornell pbk, Ithaca, NY, Cornell University Press, 244 p.
- HENNER H.-F., 1989, « la dette et l'ajustement », *Revue d'économie politique*, 99, 3, p. 482-496.

HENNING C.R., 2017, *Tangled governance: international regime complexity, the Troika, and the Euro Crisis*, First Edition, Oxford, United Kingdom, Oxford University Press, 297 p.

HERICOURT J., REYNAUD J., 2006, « La crise monétaire turque de 2000/2001 : une analyse de l'échec du plan de stabilisation par le change du FMI », *Economie internationale*, n° 108, 4, p. 5-26.

HESSLER U., 2019, « Argentina struggling to avoid its 9th sovereign debt default », *Deutsche Welle*, 2 septembre 2019.

HEYMANN D., 1987, « The Austral Plan », *The American Economic Review*, 77, 2, p. 284–287.

HICKS J.R., 1936, « Keynes' Theory of Employment », *The Economic Journal*, 46, 182, p. 238-253.

HICKS J.R., 1974, « Capital Controversies: Ancient and Modern », *The American Economic Review*, 64, 2, p. 307-316.

HIERONYMI O., 2012, « The International Monetary System and the Debt Issue », dans HIERONYMI O., STEPHANOU C. (dirs.), *International Debt*, Palgrave Macmillan.

HOLDEN S., NATVIK G.J., VIGIER A., 2018, « Credit Rating and Debt Crises », *International Economic Review*, 59, 2, p. 973-987.

HOLMSTRÖM B., TIROLE J., 1998, « Private and Public Supply of Liquidity », *Journal of Political Economy*, 106, 1, p. 1-40.

HOOPER P., KOHLHAGEN S.W., 1978, « The effect of exchange rate uncertainty on the prices and volume of international trade », *Journal of International Economics*, 8, 4, p. 483-511.

HORSEFIELD, J.K. (dir.), 1969, *The International Monetary Fund 1945-1965. twenty years of international monetary cooperation: Documents*, Washington, D.C., International Monetary Fund.

HORVÁTH J., ŠUSTER M., 2014, « European Sovereign Debt Crisis and the Euro », dans DĂIANU D., BASEVI G., D'ADDA C., KUMAR R. (dirs.), *The Eurozone Crisis and the Future of Europe*, Palgrave Macmillan UK (International Political Economy Series), p. 40-59.

IMF, 2015, « Crisis program review », International Monetary Fund (IMF).

IMF, 2018a, « Greece : 2018 Article IV Consultation and Proposal for Post-Program Monitoring-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Greece », IMF Country Report, *IMF Staff Country Reports*, 18/248, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund (IMF)-European Dept.

IMF, 2018b, « Brazil : 2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil », IMF Country Report, *IMF Staff Country Reports*, 18/253, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund (IMF)-Western Hemisphere Dept.

INDEPENDENT COMMISSION ON INTERNATIONAL DEVELOPMENT ISSUES, 1983, *Common crisis North-South: cooperation for world recovery*, BRANDT W. (dir.), 1st MIT Press pbk. ed, Cambridge, Mass, MIT Press, 174 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (dir.), 1987, *Final report of the Working Party on the Statistical Discrepancy in World Current Account Balances / International Monetary Fund*, Washington, DC, International Monetary Fund (IMF), 182 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 1990, « Annual report », *Annual report of the executive board of the financial year*, Washington, D.C, International Monetary Fund (IMF).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (dir.), 1993, *Balance of payments and international investment position manual*, 5th ed. (BPM5), Washington, DC, Internat. Monetary Fund, 188 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 1994, *International capital markets: developments, prospects, and policy issues*, GOLDSTEIN M., FOLKERTS-LANDAU D. (dirs.), Washington, D.C, International monetary fund (World economic and financial surveys), 134 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 1999, « IMF committee on balance of payments statistics: annual report 1998 », IMF Country Report, *Balance of Payments Statistics*, Washington, International Monetary Fund (IMF) - Statistics Department.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (dir.), 2002, *World Economic Outlook: Trade and finance*, Washington, DC, International Monetary Fund (World economic outlook), 246 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (dir.), 2009a, *Balance of payments and international investment position manual*, 6th ed. (BPM6), Washington, DC, International Monetary Fund, 351 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (dir.), 2009c, *World Economic Outlook: Sustaining the recovery*, Washington, DC, International Monetary Fund (World economic outlook), 208 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2013, *Réserves internationales et liquidité en devises : directives d'emploi du formulaire type de déclaration des données*, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2014, *Revised guidelines for foreign exchange reserve management.*, Washington, Intl Monetary Fund.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2015a, « The Fund's lending framework -Further considerations », International Monetary Fund (IMF).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2015b, « Crisis program review », International Monetary Fund (IMF).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2017a, « IMF Staff Finalizes 2017 Article IV Consultation with the Republic of Congo and Initiates Discussions on a Possible IMF-Supported Financial Arrangement »,.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2017b, « State-Contingent Debt Instruments for Sovereigns », The Staff Report, Washington, D.C., U.S.A.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2017c, « Statement at the end of an IMF Mission to the Republic of Congo »,.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2018a, « South Africa : 2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for South Africa », *IMF Staff Country Reports*, 18/246, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund. African Dept.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2018b, « South Africa : Selected Issues », *IMF Staff Country Reports*, 18/247, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund. African Dept.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2018c, « India: 2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for India », *IMF Staff Country Reports*, 18/254, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund. Asia and Pacific Dept.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2018d, « India : Selected Issues », *IMF Staff Country Reports*, 18/255, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund. Asia and Pacific Dept.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2019a, *Global Financial Stability Report: Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund (IMF)-Monetary and Financial Systems Department (The Global Financial Stability Report (GFSR)).

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2019b, « Ukraine : Request for Stand-By Arrangement and Cancellation of Arrangement Under the Extended Fund Facility-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine », IMF Country Report, *IMF Staff Country Reports*, 19/13, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund (IMF)-European Dept.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2019c, « Ukraine : Technical Assistance Report-Report on Residential Property Price Index Capacity Development Mission », IMF Country Report, *IMF Staff Country Reports*, 19/13, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund (IMF)-Statistics Dept.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2019d, « IMF Committee on Balance of Payments Statistics : Annual Report 2018 », IMF Country Report, *Balance of Payments Statistics*, International Monetary Fund (IMF) - Statistics Department.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), 2019e, « Ecuador : First Review under the Extended Fund Facility Arrangement, Requests for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion, Modification of Performance Criteria, and Financing Assurances

Review-Press Release and Staff Report », Country Reports, *IMF Staff Country Reports*, 19/210, Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept.

ISHIHARA Y., 2005, « Quantitative Analysis Of Crisis: Crisis Identification And Causality », *Policy Research Working Paper Series*, The World Bank.

IZE A., ORTIZ G., 1987, « Fiscal Rigidities, Public Debt, and Capital Flight », *IMF Staff Papers*, 34, 2, p. 311-332.

JAFFEE D., STIGLITZ J., 1990, « Credit rationing », dans FRIEDMAN B.M., HAHN F.H. (dirs.), *Handbook of monetary economics*, p. 837–888.

JAMES E., 1951, « L'Union Europeenne des Paiements », *Revue économique*, 2, 5, p. 560-577.

JAOU L M., SCHLOESING O., 1954, « L'Union Européenne des Paiements », *Revue économique*, 5, 2, p. 263-277.

JOBST C., HANDIG M., HOLZFEIND R., 2012, « Understanding tarGet2: the eurosystème's euro Payment System from an economic and Balance Sheet Perspective », *Monetary Policy & the economy Q*, 1, p. 81–91.

JOHNSON H.G., 1951, « Some Cambridge Controversies in Monetary Theory », *The Review of Economic Studies*, 19, 2, p. 90-104.

JOHNSON H.G., 1969, « The case for flexible exchange rates, 1969 », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, June 1969.

JONES R.A., 1976, « The origin and development of media of exchange », *Journal of Political Economy*, 84, 4, Part 1, p. 757–775.

JONES S.G., 1990, « Is the Brady Plan an Effective Approach to Debt Management? », *IDS Bulletin*, 21, 1, p. 57-60.

JOSHI V., 2003, « India and the impossible trinity », *World Economy*, 26, 4, p. 555–583.

JUBILEE DEBT CAMPAIGN, 2017, « Hidden debts contribute to crisis in Congo », *Comité pour l'Abolition des Dettes du Tiers Monde (CADMT)*.



KALDOR N., 1964, *Essays on Economic Policy, Volume 2*, First Edition edition, London, United Kingdom, Gerald Duckworth.

KALDOR N., 1980, « Monetarism and UK monetary policy », *Cambridge Journal of Economics*, 4, 4, p. 293-318.

KALDOR N., 1984, « The failure of monetarism »,.

KALDOR N., 1985, « How Monetarism Failed », *Challenge*, 28, 2, p. 4-13.

KENEN P.B., 1969, « Theory of Optimum Currency Areas. An Eclectic View », dans MUNDELL R.A., SWOBODA A.K. (dirs.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press, p. 41-60.

KENEN P.B., 1995, *Economic and monetary union in Europe: moving beyond Maastricht*, Reprinted, Cambridge, Cambridge Univ. Press, 219 p.

KENEN P.B., MEADE E.E., 2008, *Regional monetary integration*, Cambridge ; New York, Cambridge University Press, 230 p.

KENEN P., RODRIK D., 1986, « Measuring and Analyzing the Effects of Short-term Volatility in Real Exchange Rates », *The Review of Economics and Statistics*, 68, 2, p. 311-315.

KEYNES J.M., 1929a, « The Reparation Problem: A Discussion », *The Economic Journal*, 39, 154, p. 172-182.

KEYNES J.M., 1929b, « The Reparation Problem: A Discussion : A Rejoinder », *The Economic Journal*, 39, 154, p. 172–182.

KEYNES J.M., 1929c, « Mr. Keynes' Views on the Transfer Problem: a reply Mr Keynes », *The Economic Journal*, 39, 155, p. 404-408.

KEYNES J.M., 1930, *A treatise on money: The Pure Theory of Money*, JOHNSON E., MOGGRIDGE D. (dirs.), 2nd édition, Royal Economic Society (The collected writings of John Maynard Keynes).

KEYNES J.M., 1936, *The general theory of employment, interest, and money*, San Diego, Harcourt Brace (A Harvest book Business & economics), 403 p.

KEYNES J.M., 1937a, « Alternative Theories of the Rate of Interest », *The Economic Journal*, 47, 186, p. 241-252.

KEYNES J.M., 1937b, « The “Ex-Ante” Theory of the Rate of Interest », *The Economic Journal*, 47, 188, p. 663-669.

KEYNES J.M., 1937c, *The general theory of employment, interest, and money*, San Diego, Harcourt Brace (A Harvest book Business & economics), 403 p.

KEYNES J.M., 1938, « Mr. Keynes and “Finance”: Mr. Keynes comments », *The Economic Journal*, 48, 190, p. 318-322.

KEYNES J.M., 1939, « The Process Of Capital Formation », *The Economic Journal*, 49, 195, p. 569-574.

KEYNES J.M., 1973, *The General Theory and After: Part II: Defence and Development*, MOGGRIDGE D. (dir.), 4 (2013), Cambridge [England] ; New York, Cambridge University Press for the Royal Economic Society (The Collected Writings of John Maynard Keynes), 584 p.

KEYNES J.M., 1978a, *The collected writings of John Maynard Keynes, Volume 19, Activities 1922-1929: The return to gold and industrial policy*, MOGGRIDGE D.E., JOHNSON E. (dirs.), Royal Economic Society, United Kingdom, Cambridge University Press (The Collected Writings of John Maynard Keynes).

KEYNES J.M., 1978b, *The collected writings of John Maynard Keynes, Volume 18, Activities 1922-1932: the end of reparations*, JOHNSON E.S. (dir.), Royal Economic Society, Edinburgh, UK, Cambridge University Press (The Collected Writings of John Maynard Keynes).

KEYNES J.M., 1978c, « A monetary theory of production », dans JOHNSON E., MOGGRIDGE D. (dirs.), *The General Theory and After: Part I. Preparation*, Cambridge, Cambridge University Press (The Collected Writings of John Maynard Keynes), p. 408-421.

KEYNES J.M., 1978d, « Monetary Reform and Unemployment », dans JOHNSON E., MOGGRIDGE D. (dirs.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes: Activities 1922–1929: The Return to Gold and Industrial Policy*, Cambridge University Press, Cambridge (The Collected Writings of John Maynard Keynes), p. 158-237.

KEYNES J.M., 1980a, *Activities 1940–1944: Shaping the Post-War World: The Clearing Union*, JOHNSON E. (dir.), Cambridge, Royal Economic Society (The Collected Writings of John Maynard Keynes).

KEYNES J.M., 1980b, *The Collected Writings of John Maynard Keynes: Volume 25: Activities 1940–1944: Shaping the Post-War World: The Clearing Union*, JOHNSON E., MOGGRIDGE D. (dirs.), Cambridge, Cambridge University Press (The Collected Writings of John Maynard Keynes).

KHARAS H., 2020, « What to do about the coming debt crisis in developing countries », *Brookings*.

KIGUEL M.A., LIVIATAN N., 1989, « The old and the new in heterodox stabilization programs : lessons from the 1960s and the 1980s », *Policy Research Working Paper Series*, 323, The World Bank.

KIGUEL M.A., LIVIATAN N., 1991, « Lessons from the heterodox stabilization programs », *Policy Research Working Paper Series*, 671, The World Bank.

KINDLEBERGER C.P., 1939, « Speculation and Forward Exchange », *Journal of Political Economy*, 47, 2, p. 163-181.

KINDLEBERGER C.P., 1986, « International Public Goods without International Government », *The American Economic Review*, 76, 1, p. 1-13.

KING M.R., 2001, « Who triggered the Asian financial crisis? », *Review of International Political Economy*, 8, 3, p. 438-466.

KLETZER K., 1984a, « Asymmetries of Information and LDC Borrowing with Sovereign Risk », *Economic Journal*, 94, 374, p. 287-307.

KLETZER K., 2005, « Sovereign Debt, Volatility and Insurance », Working Papers Central Bank of Chile, 330, Central Bank of Chile.

KLETZER K., 2006, « International Financial Integration, Sovereignty, and Constraints on Macroeconomic Policies », text, 06/79, International Monetary Fund.

- KLETZER K.M., 1984b, « Asymmetries of Information and LDC Borrowing with Sovereign Risk », *Economic Journal*, 94, 374, p. 287-307.
- KLETZER K.M., 1986, « External borrowing by LDC's: A survey of theoretical issues », Center Discussion Paper.
- KOENIG G., 2014, « La Troïka, une institution sans légitimité démocratique européenne », Université de Strasbourg -BETA.
- KOH W.C., KOSE M.A., NAGLE P.S., OHNSORGE F.L., SUGAWARA N., 2020, « Debt and Financial Crises », Policy Research Working Paper, *Working Paper Series*, WPS9116, Washington, D.C., U.S.A., World Bank.
- KOKKOLA, T. (dir.), 2010, *The payment system payments, securities and derivatives, and the role of the Eurosystem*, Frankfurt am Main, European Central Bank.
- KOSE M.A., NAGLE P., SUGAWARA N., 2020, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, D.C., U.S.A., World Bank Group.
- KREGEL J.A., 1999, « Was there an alternative to the Brazilian crisis », *Revista de Economia Política*, 19, 3, p. 75.
- KRSNAKOVA L., OBERLEITHNER M., 2012, « How Euro Banknotes in Circulation Affect Intra-Eurosystem Balances », *Monetary Policy & the Economy*, 1.
- KRUEGER A.O., 1987, « Origins of the developing countries' debt crisis: 1970 to 1982 », *Journal of Development Economics*, 27, 1, p. 165-187.
- KRUGMAN P., 1999a, « Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises », dans ISARD P., RAZIN A., ROSE A.K. (dirs.), *International Finance and Financial Crises*, Springer Netherlands, p. 31-55.
- KRUGMAN P.R., 2007, « U.S policy on developing-country debt », dans FELDSTEIN M. (dir.), *American Economic Policy in the 1980s*, University of Chicago Press, p. 691-720.
- KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., MELITZ M.J., 2012a, *International economics: theory & policy*, 9th ed, Boston, Pearson Addison-Wesley (The Pearson series in economics), 701 p.

KRUGMAN P.R., 1985a, « Is the Strong Dollar Sustainable? », dans HOLE J. (dir.), *The U.S. Dollar - Recent Developments, Outlook, and Policy Options: A Symposium*, Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 103-132.

KRUGMAN P.R., 1985b, « International debt strategies in an uncertain world », dans *International debt and the developing countries*, The World Bank, p. 79-100.

KRUGMAN P.R., 1985c, « International debt strategies in an uncertain world », dans *International debt and the developing countries*, The World Bank, p. 79-100.

KRUGMAN P.R., 1986, « International debt: Systemic risk and policy response: William R. Cline, (Institute for International Economics, Washington, 1984) pp. xix+317, \$25. », *Journal of International Economics*, 20, 3-4, p. 389-391.

KRUGMAN P.R., 1988a, « Market-based debt-reduction schemes », National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.

KRUGMAN P.R., 1988b, « Financing vs. forgiving a debt overhang », *Journal of Development Economics*, 29, 3, p. 253-268.

KRUGMAN P.R., 1988c, « Financing vs. forgiving a debt overhang », *Journal of Development Economics*, 29, 3, p. 253-268.

KRUGMAN P.R., 1989a, « Private Capital Flows to Problem Debtors », dans *Developing country debt and the world economy*, University of Chicago Press (National Bureau of Economic Research), p. 285-298.

KRUGMAN P.R., 1989b, « Private Capital Flows to Problem Debtors », dans *Developing country debt and the world economy*, University of Chicago Press (National Bureau of Economic Research), p. 285-298.

KRUGMAN P.R., 1991, « Target Zones and Exchange Rate Dynamics », *The Quarterly Journal of Economics*, 106, 3, p. 669-682.

KRUGMAN P.R., 1999b, « Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises », dans ISARD P., RAZIN A., ROSE A.K. (dirs.), *International Finance and Financial Crises*, Springer Netherlands, p. 31–55.

- KRUGMAN P.R., 2010, « Reinhart And Rogoff Are Confusing Me », *Paul Krugman Blog*.
- KRUGMAN P.R., 2012, « Nobody Understands Debt », *The New York Times*, 1 janvier 2012.
- KRUGMAN P.R., 2013, « Reinhart And Rogoff Are Not Happy », *Paul Krugman Blog*.
- KRUGMAN P.R., 2014, « Business vs. Economics », *The New York Times*, 2 novembre 2014.
- KRUGMAN P.R., 2015, « Nobody Understands Debt », *The New York Times*, 2 septembre 2015.
- KRUGMAN P.R., ENDERS T., RHODES W.R., 1994, « LDC Debt Policy », dans FELDSTEIN M.S. (dir.), *American Economic Policy in the 1980s*, University of Chicago Press, p. 691–740.
- KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., 2009, *International economics: theory and policy*, 8th ed, Boston, Pearson Addison-Wesley (The Addison-Wesley series in economics), 706 p.
- KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., MELITZ M.J., 2012b, *International economics: theory & policy*, 9th ed, Boston, Pearson Addison-Wesley (The Pearson series in economics), 701 p.
- KRUGMAN P.R., OBSTFELD M., MELITZ M.J., 2018, *International economics: theory & policy*, Eleventh edition, global edition, Harlow, England London New York Boston San Francisco Toronto Sydney Dubai Singapore Hong Kong Tokyo Seoul Taipei New Delhi Cape Town Sao Paulo Mexico City Madrid Amsterdam Munich Paris Milan, Pearson (The Pearson series in economics), 800 p.
- KUEPPER J., 2018, « Sovereign Debt - What is Sovereign Debt? », *The Balance*.
- KUMAR M.S., MASSON P.R., MILLER M., 2000, « Global Financial Crises; Institutions and Incentives », *IMF Working Papers*, 00/105, International Monetary Fund.
- LACHAND J., 1997, « Les rapports récents du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement du G 10 », *Bulletin de la Banque de France*, 42, Banque de France.
- LANE P.R., 2011, « The Irish crisis », dans BEBLAVY M., COBHAM D., ODOR L. (dirs.), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 59-80.
- LANE P.R., 2012, « The European Sovereign Debt Crisis », *The Journal of Economic Perspectives*, 26, 3, p. 49-67.

- LANE P.R., 2013a, « External imbalances and macroeconomic policy », *New Zealand Economic Papers*, 47, 1, p. 53-70.
- LANE P.R., 2013b, « Capital Flows in the Euro Area », *Economic Papers*, 497, Brussels, European Union.
- LANE P.R., 2015, « International financial flows and the Eurozone crisis », dans BALDWIN R., GIAVAZZI F. (dirs.), *The Eurozone crisis—a consensus view of the causes and a few possible solutions.*, London, Centre for Economic Policy Research (CEPR), p. 129-133.
- LAPAVITSAS C., KALTENBRUNNER A., LABRINIDIS G., LINDO D., MEADWAY J., MICHELL J., PAINCEIRA J.P., PIRES E., POWELL J., STENFORS A., TELES N., VATIKIOTIS V., 2012, *Crisis in the eurozone*, UK, London: Verso, 268 p.
- LAVOIE M., 2012, « The Global Financial Crisis: Methodological Reflections from a Heterodox Perspective », *Studies in Political Economy*, 88, 0.
- LAVOIE M., 2015a, « The Eurozone: Similarities to and differences from Keynes's plan », *International Journal of Political Economy*, 44, 1, p. 3–17.
- LAVOIE M., 2015b, « The Eurozone Crisis: A Balance-of-Payments Problem or a Crisis Due to a Flawed Monetary Design? », *International Journal of Political Economy*, 44, 2, p. 157–160.
- LAVOIE M., 2015c, « What post-Keynesian economics has brought to an understanding of the Global Financial Crisis »,.
- LE HERON E., 2002, « La préférence pour la liquidité des banques : une analyse post-keynésienne du comportement bancaire », *Les Cahiers lillois d'économie et de Sociologie, CLES*, 38, p. 97-131.
- LE HERON E., 2015, « L'euro, une monnaie incomplète : retour sur les ambiguïtés du compromis historique, politique et idéologique lors de la création de la BCE », *Économie et institutions*, 22.
- LE HERON E., 2016, *À quoi sert la Banque centrale européenne?*, 2e édition, Paris, La Documentation française (Réflexe Europe Débats), 244 p.

LELART M., 1994, « L'Union européenne des paiements », *Revue d'économie financière*, 4, 1, p. 542-543.

L'HUILLIER J., 2014, « L'ECU (European Currency Unit) », dans *La liquidité internationale : Fonctions, formes et réforme*, Genève, Graduate Institute Publications (International), p. 70-75.

LINDERT P.H., MORTON P.J., 1989, « How sovereign debt has worked », dans *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System*, University of Chicago Press, p. 39–106.

LUBIK A.T., RHODES K., 2012, « TARGET2: Symptom, Not Cause, of Eurozone Woes », *Economic Brief*, 12-08, Federal Reserve Bank of Richmond.

LUCARELLI B., 2013, *Endgame for the Euro*, London, Palgrave Macmillan UK.

MALLOY J., 1987, « Bolivia's Economic Crisis », *Current History*, 86, 516, p. 9.

MANGOLDT H.K. VON, NAHILLON G., MANGOLDT-REIBOLDT K. VON, 1960, « de l'union européenne de paiements à la convertibilité et à l'accord monétaire européen », *Revue d'économie politique*, 70, 6, p. 25-36.

MANZETTI L., DELL' AQUILA M., 1988, « Economic Stabilisation in Argentina: the Austral Plan\* », *Journal of Latin American Studies*, 20, 1, p. 1-26.

MARQUEZ J., WORKMAN L., 2001, « Modeling the IMF's Statistical Discrepancy in the Global Current Account », *IMF Staff Papers*, 48, 3, p. 499-521.

MARTIN D.A., 1977, « The Impact of Mid-Nineteenth Century Gold Depreciation Upon Western Monetary Standards », *Journal of European Economic History*, 3, p. 641-658.

MARTIN P., PHILIPPON T., 2017, « Inspecting the Mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone », *American Economic Review*, 107, 7, p. 1904-1937.

MASTROMATTEO G., ROSSI S., 2015, « The economics of deflation in the euro area: a critique of fiscal austerity », *Review of Keynesian Economics*, 3, 3, p. 336–350.

MBAYE S., BADIA M.M., CHAE K., 2018, « Global Debt Database: Methodology and Sources », *IMF Working Papers*, WP/18/111, International Monetary Fund (IMF).



- MCKENZIE G., THOMAS S., 1992, *Financial Instability and the International Debt Problem*, London, Palgrave Macmillan UK.
- MCKENZIE L.W., 1989, « General Equilibrium », dans EATWELL J., MILGATE M., NEWMAN P. (dirs.), *General Equilibrium*, London, Palgrave Macmillan UK (The New Palgrave), p. 1-35.
- MCKINNON R.I., 1963, « Optimum currency areas », *The American economic review*, 53, 4, p. 717-725.
- MCKINNON R.I., 1979, *Money in international exchange: the convertible currency system*, 3. print, New York, Oxford Univ. Pr, 294 p.
- MCKINNON R.I., 1984, *An international standard for monetary stabilization*, Washington, D.C., U.S.A., Institute for International Economics ; Cambridge, Mass. : Distributed by MIT Press, 122 p.
- MCKINNON R.I., 1988, « Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal », *The Journal of Economic Perspectives*, 2, 1, p. 83-103.
- MCKINNON R.I., 1993, « The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective », *Journal of Economic Literature*, 31, 1, p. 1-44.
- MCKINNON R.I., 2005, *Exchange rates under the East Asian dollar standard: living with conflicted virtue*, Cambridge, MA, MIT Press, 279 p.
- MCKINNON R.I., PILL H., 1999, « Exchange-rate regimes for emerging markets: moral hazard and international overborrowing », *Oxford Review of Economic Policy*, 15, 3, p. 19-38.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, 2010, « Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences », McKinsey & Company.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, 2015, « Debt and (not Much) Deleveraging », McKinsey & Company.
- MEAD N., 2012, « A developing world of debt », *The Guardian*, 16 mai 2012.
- MEADE J.E., 1957, « The Balance-of-Payments Problems of a European Free-Trade Area », *The Economic Journal*, 67, 267, p. 379-396.

MILLER M.H., WILLIAMSON J., 1988, « The international monetary system », *European Economic Review*, 32, 5, p. 1031-1048.

MILLET D., TOUSSAINT E., 2004, *Who owes who? 50 questions about world debt*, Dhaka : Bangkok : Nova Scotia : Bangalore : Kuala Lumpur : Cape Town : London ; New York : New York, University Press ; White Lotus ; Fernwood Pub. ; Books for Change ; SIRD ; David Philip ; Zed Books in association with CADTM ; Distributed in the USA by Palgrave Macmillan (Global issues in a changing world), 185 p.

MILWARD A.S., 1984, *The reconstruction of Western Europe, 1945 - 51*, London, Methuen, 528 p.

MINSKY H.P., 1986, « Stabilizing an Unstable Economy: The Lessons for Industry, Finance and Government »,.

MOHR E., 1991a, *Economic theory and sovereign international debt*, London, Acad. Pr, 231 p.

MOHR E., 1991b, *Economic theory and sovereign international debt*, London, Acad. Pr, 231 p.

MONTEAGUDO M., 1995, « The Debt Problem: The Baker Plan (1985) And The Brady Initiative (1989) - History, Experience, Practice And Prospects », dans CARREAU D., SHAW M.N. (dirs.), *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff Publishers, p. 139–164.

MOOSA I.A., 2005, *Exchange Rate Regimes*, London, Palgrave Macmillan UK.

MORALES J.A., SACHS J.D., 1989, « Bolivia's economic crisis », dans SACHS J.D. (dir.), *Developing country debt and the world economy*, Chicago and London, University of Chicago Press, p. 57–80.

MOSLEY P., 1984, « The International Debt Crisis », *Development Policy Review*, 2, 1, p. 91-98.

MOTALA J., 1997, « World Economy in Transition: Statistical Discrepancies in the World Current Account », *Finance & Development*, mars 1997, p. 24-25.

- MOURÉ K., 2002, *The gold standard illusion: France, the Bank of France, and the international gold standard, 1914 - 1939*, Oxford, Oxford Univ. Press, 297 p.
- MOUZAKIS Y., 2015, « Grèce - Où est passé l'argent des prêts faits à la Grèce ? », *Okeanews*.
- MUNDELL R.A., 1963, « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Economie et de Science politique*, 29, 4, p. 475-485.
- MUNDELL R.A., 1961, « A theory of optimum currency areas », *The American economic review*, 51, 4, p. 657-665.
- MUNDELL R.A., 2001, « Capitaux mondiaux, zones monétaires et développement économique », *Revue d'économie du développement*, 9, 1, p. 261-274.
- MUNDELL R.A., FRIEDMAN B.M., 2001, « One world, one money? », *Options Politiques*, mai 2001, p. 10-30.
- MURPHY R.P., 2017, « Krugman's Case for Deficits Flip Flopped IN EIGHT WEEKS », *Lara-Murphy Reporting*.
- MUSSA M., 2004, « Argentina and the Fund: From triumph to tragedy », dans VINES D., GILBERT C.L. (dirs.), *The IMF and its Critics: Reform of Global Financial Architecture*, New York, N.Y., U.S.A, Cambridge University Press, p. 316-362.
- NAWAZ S., 1987, « Why the world current account does not balance », *Finance & Development*, septembre 1987, p. 43-45.
- NELSON R.M., 2019, « Argentina's Economic Crisis », *In Focus*, IF10991, Congressional Research Service.
- NEUMEYER P.A., PERRI F., 2005, « Business cycles in emerging economies: the role of interest rates », *Journal of monetary Economics*, 52, 2, p. 345-380.
- NIKOLAOU K., 2009, « Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions », ECB Working Paper, 1008, Frankfurt am Main, European Central Bank (ECB).
- NOGARO B., 1921, *Traité élémentaire d'économie politique*, Paris, M. Giard & Cie.

NOGARO B., 1945, *La monnaie et les systemes monetaires*, Librairie Generale de Droit et de Jurisprudence l'Economie Politique Contemporaine.

NOGARO B., 1947, *Les grands problèmes de l'économie contemporaine*, Presses universitaires de France (Que sais-je?), 136 p.

NURKSE R., 1944, *International currency experience; lessons of the interwar period.*, Geneva, League of Nations.

OBSTFELD M., 2011, « International Liquidity: The Fiscal Dimension », Working Paper, 17379, National Bureau of Economic Research.

OBSTFELD M., 2012, « Financial flows, financial crises, and global imbalances », *Journal of International Money and Finance*, 31, 3, p. 469-480.

OBSTFELD M., ROGOFF K., 1995, « The Mirage of Fixed Exchange Rates », *Journal of Economic Perspectives*, 9, 4, p. 73-96.

OBSTFELD M., THOMSEN P.M., 2016, « The IMF is Not Asking Greece for More Austerity », *iMFdirect - The IMF Blog*.

OCAMPO J.A., 2014, « The Latin American Debt Crisis in Historical Perspective », dans STIGLITZ J.E., HEYMANN D. (dirs.), *Life After Debt: The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, London, Palgrave Macmillan UK (International Economic Association Series), p. 87-115.

OHLIN B., 1929a, « The reparation problem: a discussion », *Economic Journal*, 39, 154, p. 172–178.

OHLIN B., 1929b, « Mr. Keynes' Views on the Transfer Problem: a rejoinder from Profferssor Ohlin », *The Economic Journal*, 39, 155, p. 400-404.

OHLIN B., 1937a, « Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment I », *The Economic Journal*, 47, 185, p. 53-69.

OHLIN B., 1937b, « Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments II », *The Economic Journal*, 47, 186, p. 221-240.

OHLIN B.G., 1937c, « Rapport du Professeur Ohlin », dans JOINT COMMITTEE OF THE CARNEGIE ENDOWMENT FOR INTERNATIONAL PEACE AND THE INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (dir.), *Reconstruction économique internationale: les grands problèmes actuels examinés et discutés par un Comité d'économistes et d'hommes d'affaires.*, Liège, Secrétariat du Comité mixte, Chambre de commerce internationale (Liège, impr. de G. Thone), p. 15-169.

OHLIN B., ROBERTSON D.H., HAWTREY R.G., 1937, « Alternative Theories of the Rate of Interest: Three Rejoinders », *The Economic Journal*, 47, 187, p. 423-443.

OHLSON J.A., 2001, « Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective\* », *Contemporary Accounting Research*, 18, 1, p. 107-120.

OPPERMANN J., 2000, « L'EUROPE MONÉTAIRE: DE L'UNION EUROPÉENNE DES PAIEMENTS À L'EURO », *Cahier de recherche*, p. 10.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (dir.), 2008, *OECD glossary of statistical terms*, Paris, OECD (OECD glossaries), 601 p.

ORTIZ G., 2012a, « What Can the Developed World Learn from the Latin American Debt and Mexican Peso Crisis? », *Business Economics*, 47, 1, p. 2-13.

ORTIZ G., 2012b, « What Can the Developed World Learn from the Latin American Debt and Mexican Peso Crisis? », *Business Economics*, 47, 1, p. 2-13.

OSTRY M.J.D., GHOSH M.A.R., ESPINOZA R.A., 2015a, *When should public debt be reduced?*, International Monetary Fund.

OSTRY M.J.D., GHOSH M.A.R., ESPINOZA R.A., 2015b, *When should public debt be reduced?*, International Monetary Fund.

OVERTURF S.F., 1997, *Money and European Union*, New York, Palgrave Macmillan US.

PARGUEZ A., SECCARECCIA M., 2000a, « The credit theory of money: the monetary circuit approach », dans SMITHIN J. (dir.), *What is money?*, London; New York, Routledge, p. 101-123.

- PARGUEZ A., SECCARECCIA M., 2000b, « The credit theory of money: the monetary circuit approach », dans SMITHIN J. (dir.), *What is money?*, London; New York, Routledge, p. 101-123.
- PASTOR M., 1989, « Latin America, the Debt Crisis, and the International Monetary Fund », *Latin American Perspectives*, 16, 1, p. 79-110.
- PATOMÄKI H., 2013, *The great Eurozone disaster : from crisis to global new deal*, traduit par O'CONNOR J., London [etc.], Zed Books (Economies controverses).
- PENGLAOU C., 1959, « La liquidation de l'Union européenne de paiements et l'accord monétaire européen », *Revue économique*, 10, 5, p. 755-783.
- PÉREZ-CALDENTEY E., VERNENGO M., 2012, « The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis », Working Paper, *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, 702, Annandale-on-Hudson, NY, Levy Economics Institute of Bard College.
- PIFFARETTI N., ROSSI S., 2010, « An institutional approach to balancing international monetary relations: the case for a US-China settlement facility », Working Paper, *Policy Research Working Paper Series*, WPS5188, The World Bank.
- POLAK J.J., 1990, *Financial policies and development*, San Francisco, Calif., ICS Press.
- PONSOT J.-F., 2002, « The dollarization of emergent economies », Research Report, Laboratoire d'analyse et de techniques économiques(LATEC).
- PONSOT J.-F., 2005, « Stratégie monétaire des économies émergentes : les écueils de la dollarisation »,.
- PONSOT J.-F., 2016, « The “four I’s” of the international monetary system and the international role of the euro », *Research in International Business and Finance*, 37, p. 299-308.
- PURIFICATO F., ASTARITA C., 2015, « TARGET2 Imbalances and the ECB as Lender of Last Resort », *International Journal of Financial Studies*, 3, 4, p. 482-509.

- RAFFINOT M., 1991, *Dette extérieure et ajustement structurel*, Vanves, France, Pays multiples, EDICEF, 238 p.
- RAFFINOT M., VENET B., 2003, *La balance des paiements*, Paris, France, La Découverte (Repères), 128 p.
- REINHART C.M., 2000, « The Mirage of Floating Exchange Rates », *American Economic Review*, 90, 2, p. 65-70.
- REINHART C.M., 2002, « Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings », *The World Bank Economic Review*, 16, 2, p. 151-170.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., 2010a, « Growth in a Time of Debt », *The American Economic Review*, 100, 2, p. 573-578.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., 2010b, « From Financial Crash to Debt Crisis », Working Paper, National Bureau of Economic Research.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., 2011a, « From Financial Crash to Debt Crisis », *The American Economic Review*, 101, 5, p. 1676-1706.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., 2011b, « The Forgotten History of Domestic Debt », *Economic Journal*, 121, 552, p. 319–350.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., 2011c, « A decade of debt », *Working Paper*, 16827, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., 2011d, *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton, Princeton Univ. Press, 463 p.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S., 2016, « Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten », *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*.
- REMES B., 2018, « Debt Doesn't Matter, Because "We Owe It to Ourselves"? Why Krugman and Keynes Are Wrong about This », *Foundation for Economic Education (FEE)*.
- RICARDO D., 1809, « The Price of Gold, Three Contributions to the Morning Chronicle », dans SRAFFA P. (dir.), *Works & correspondence of David Ricardo-Pamphlets and Papers*

1809–1811, Royal Economic Society, Indianapolis, Ind, Liberty Fund, Inc. (The Works and Correspondence of David Ricardo), p. 13-127.

RICARDO D., 1823, « Absolute Value and Exchangeable Value », dans SRAFFA P. (dir.), *Works and correspondence of david ricardo - Pamphlets and Papers 1815–1823*, Royal Economic Society, Indianapolis, Ind, Liberty Fund, Inc. (The Works and Correspondence of David Ricardo), p. 357-412.

ROBERTSON D.H., 1938, « Mr. Keynes and “Finance” », *The Economic Journal*, 48, 190, p. 314-318.

ROBERTSON D.H., 1936, « Some Notes on Mr. Keynes’ General Theory of Employment », *The Quarterly Journal of Economics*, 51, 1, p. 168-191.

RODRIK D., 1992, « The Limits of Trade Policy Reform in Developing Countries », *Journal of Economic Perspectives*, 6, 1, p. 87-105.

RODRIK D., 1998, « Who Needs Capital-Account Convertibility? », dans *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, New Jersey, International Economics Section, Departement of Economics Princeton University, (Princeton Essays in International Economics), p. 55-65.

ROGOFF K., 2005, « Fiscal Conservatism, Exchange Rate Flexibility, and the Next Generation of Debt Crises », *Cato Journal*, 25, 1, p. 33-39.

ROSE A., 2005, « One reason countries pay their debts: renegotiation and international trade », *Journal of Development Economics*, 77, 1, p. 189-206.

ROSSI S., 2003, « Money and banking in a monetary theory of production », dans ROCHON L.-P., ROSSI S. (dirs.), *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*, Cheltenham, UK; Northampton, Massachusetts, USA, Edward Elgar Publishing, p. 339–359.

ROSSI S., 2004, « Central Bank Money and Payment Finality », Centro di studi bancari Villa Negroni-RME LAB Research Laboratory of Monetary Economics.

ROSSI S., 2005, « Central Banking in a Monetary Theory of Production: The Economics of Payment Finality from a Circular-Flow Perspective », dans FONTANA G., REALFONZO R.



(dirs.), *The Monetary Theory of Production: Tradition and Perspectives*, London, Palgrave Macmillan UK, p. 139-151.

ROSSI S., 2007a, *Money and payments in theory and practice*, London; New York, Routledge.

ROSSI S., 2007b, « The Theory of Money Emissions », dans ARESTIS P., SAWYER M. (dirs.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar Publishing.

ROSSI S., 2007c, *Money and payments in theory and practice*, London; New York, Routledge.

ROSSI S., 2007d, « International Capital Flows Within the European Monetary Union: Increasing Economic Divergence Between the Centre and the Periphery », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 2, p. 309-329.

ROSSI S., 2009a, « Monetary circuit theory and money emissions », dans PONSOT J.-F., ROSSI S. (dirs.), *The Political Economy of Monetary Circuits: Tradition and Change in Post-Keynesian Economics*, Palgrave Macmillan UK, p. 36–55.

ROSSI S., 2009b, « International payment finality requires a supranational central-bank money: reforming the international monetary architecture in the spirit of Keynes », 8, 11, p. 1–20.

ROSSI S., 2009c, « Global imbalances and international monetary disorder: supranational money as a means to avoid another global crisis », *for the 13th international conference of the Research Network on Macroeconomics and Macroeconomic Policies 'The World Economy in Crisis: The Return of Keynesianism*.

ROSSI S., 2009d, « A common currency for Middle Eastern and North African countries? Lessons from the European Monetary Union », dans COBHAM D.P., DIBEH G. (dirs.), *Monetary policy and central banking in the Middle East and North Africa*, London, Routledge (The Routledge political economy of the Middle East and North Africa series), p. 226-245.

ROSSI S., 2012a, « The monetary–structural origin of TARGET2 imbalances across Euroland », dans *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 221-238.

- ROSSI S., 2013, « Financialisation and monetary union in Europe: the monetary-structural causes of the euro-area crisis », *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 6, 3, p. 381-400.
- ROSSI S., 2015, « Structural reforms in payment systems to avoid another systemic crisis », *Review of Keynesian Economics*, 2, p. 213–225.
- ROSSI S., 2016, « The Euro Must Be Abandoned to Achieve European Monetary Integration », *International Journal of Political Economy*, 45, 1, p. 72–84.
- ROSSI S., 2018, « Plan pour un nouvel ordre monétaire européen : la transformation de l’euro en monnaie commune », *Revue Interventions économiques. Papers in Political Economy*, 59.
- ROSSI S., 2019, « Rethinking The Euro As A Common Currency For Europe: Keynes’s Plan Revisited », *Revista de Economía Crítica*, p. 14.
- ROTHSCHILD M., STIGLITZ J.E., 1970, « Increasing risk: I. A definition », *Journal of Economic Theory*, 2, 3, p. 225-243.
- ROUBINI N., 2000, « Bail-in, burden-sharing, private sector involvement (PSI) in crisis resolution and constructive engagement of the private sector. a primer: evolving definitions, doctrine, practice and case law », New York University.
- RUEFF J., 1929, « Mr. Keynes’ Views on the Transfer Problem: a criticism by M. Jacques Rueff », *The Economic Journal*, 39, 155, p. 388-399.
- RUEFF J., 1963, « Gold Exchange Standard a danger to the west », dans *World monetary reform, plans and issues*, Stanford, California, Stanford University Press, p. 320-328.
- RUEFF J., 1965a, « Une erreur économique: l’organisation des transferts », dans *Le lancinant problème des balances de paiements*, Paris, France, Payot, p. 95–114.
- RUEFF J., 1965b, « Une erreur économique: l’organisation des transferts », dans *Le lancinant problème des balances de paiements*, Paris, France, Payot, p. 95-114.
- RUEFF J., 1971, *Le péché monétaire de l’occident*, Plon.
- SACCOMANNI F., CHAMBERS A., 2008, *Managing international financial instability: national tamers versus global tigers*, Cheltenham ; Northampton, Massachusetts, Edward Elgar, 284 p.

- SACHS J., 1989a, « Making the Brady Plan Work », *Foreign Affairs*, 68, 3, p. 87-104.
- SACHS J., 1989b, « Will the banks block debt relief? », *New York Times*, 21 mars 1989.
- SACHS, J.D. (dir.), 1989c, *Developing country debt and the world economy*, Chicago, Univ. of Chicago Press (A National Bureau of Economic Research project report), 335 p.
- SACHS J.D., 1989d, « Introduction », dans SACHS J. (dir.), *Developing Country Debt and Economic Performance: The International Financial System*, University of Chicago Press, p. 1-35.
- SACHS J., TORNELL A., VELASCO A., 1996, « The Mexican peso crisis: Sudden death or death foretold? », *Journal of International Economics*, 41, 3, p. 265-283.
- SAKBANI M., 2012, « The Dual Debt Problem in the US and in Europe », dans HIERONYMI O., STEPHANOU C. (dirs.), *International Debt*, Palgrave Macmillan.
- SALAMA P., 1987, « Dollarisation et hétérodoxie en Amérique latine », *Tiers-Monde*, 28, 109, p. 53-78.
- SCAMMELL W.M., 1974, *International Trade and Payments*, London, Macmillan Education, Limited.
- SCAMMELL W.M., 1977, *International monetary policy: Bretton Woods and after*, Reprinted, London, Macmillan, 262 p.
- SCHMITT B., 1960a, *La Formation du pouvoir d'achat*, Paris, Sirey.
- SCHMITT B., 1966, *Monnaie, salaires et profits*, Presses Universitaires de France, 364 p.
- SCHMITT B., 1973, *New proposal for world monetary reform*, Castella, Albeuve, Switzerland, Castella.
- SCHMITT B., 1975a, *Génération de la monnaie des monnaies européennes*, Albeuve, Castella.
- SCHMITT B., 1975b, *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Albeuve, Suisse, [Paul] Castella.

SCHMITT B., 1977a, *L'or, le dollar et la monnaie supranationale*, Paris, Calmann-Levy (Economie contemporaine, Perspectives de l'économie), 226 p.

SCHMITT B., 1977b, *La monnaie européenne*, Paris, Presses universitaires de France (Economie d'aujourd'hui).

SCHMITT B., 1984a, *La France souveraine de sa monnaie*, Albeuve, Suisse; Paris, Castella ; Economica.

SCHMITT B., 1984b, *Les pays au régime du FMI: le vice caché du système actuel des paiements internationaux*, Albeuve, Suisse, Castella, 91 p.

SCHMITT B., 1984c, *Inflation, chômage et malformations du capital*, Albeuve, Suisse; Paris, France, Economica-Castella, 591 p.

SCHMITT B., 1987, « Endettement des pays : le produit de l'étalon or », dans BARRE R., DUNKEL A., GAUDARD G., LAMFALUSSY A., L'HUILIER J., MERCILLON H., SCHMITT B., TRIFFIN R. (dirs.), *Les Déséquilibres monétaires et financiers internationaux*, Fribourg, Suisse, Editions universitaires, p. 107-187.

SCHMITT B., 1988, *L'écu et les souverainetés nationales en Europe*, Paris, Dunod (L'oeil économique), 181 p.

SCHMITT B., 1996, « A New Paradigm for the Determination of Money Prices », dans DELEPLACE G., NELL E.J. (dirs.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London, Palgrave Macmillan UK (The Jerome Levy Economics Institute Series), p. 104-138.

SCHMITT B., 2000a, *Why the Net Interest on External Debts Weighs Double on LDCs*, Centro di studi bancari Villa Negroni-RME LAB Research Laboratory of Monetary Economics.

SCHMITT B., 2000b, *The double charge of external debt servicing*, Centro di studi bancari Villa Negroni-RME LAB Research Laboratory of Monetary Economics.

SCHMITT B., 2004, *Between nations, the interest multiplier is equal to 2*, Vertrieb.

SCHMITT B., 2005, « Le Théorème De L'Intérêt », Lugano-Suisse, Research Laboratory of Monetary Economics (RME Lab), Centro Di Studi Bancari Villa Negroni.

SCHMITT B., 2012a, « Sovereign Debt and Interest Payments », dans GNOS C., ROSSI S. (dirs.), *Modern Monetary Macroeconomics: A New Paradigm for Economic Policy*, New Directions in Modern Economics. Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar, p. 239–260.

SCHMITT B., 2012b, « Relative prices are undermined by a mathematical error », dans *Modern Monetary Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, p. 19-38.

SCHMITT B., 2014, « The Formation of Sovereign Debt. Diagnosis and Remedy », Research Laboratory of Monetary Economics (RME Lab), Centro Di Studi Bancari Villa Negroni.

SCHMITT B., 2017, « A one-country reform: the solution to the sovereign debt crisis », dans BAILLY J.-L., CENCINI A., ROSSI S. (dirs.), *Quantum Macroeconomics: The legacy of Bernard Schmitt*, London ; New York, Routledge, Taylor & Francis Group, p. 158-172.

SCHMITT B., GREPPI S., 1996, « The National Economy Studied as a Whole: Aspects of Circular Flow Analysis in the German Language », dans DELEPLACE G., NELL E.J. (dirs.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London, Palgrave Macmillan UK (The Jerome Levy Economics Institute Series), p. 341-364.

SCHUMACHER E.F., 1943, « Multilateral Clearing », *Economica*, 10, 38, p. 150.

SEAN H., OBSTFELD M., THOMSEN P.M., 2017, « Dealing with Sovereign Debt—The IMF Perspective », *Blog du FMI*.

SEMBLANO C., 2012, « Le Portugal à l’heure de la troïka ou l’élève modèle de la Grèce », *Lignes*, n° 39, 3, p. 162-173.

SEN S., CHATTOPADHYAY M.K., 1995, « Bank lending rules for managing sovereign risk », *Journal of Economics and Finance*, 19, 1, p. 93.

SHAMBAUGH J.C., 2012, « The Euro’s Three Crises », *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 157-231.

SIMONAZZI A., VIANELLO F., 2001, « Financial Liberalization, the European Single Currency and the Problem of Unemployment », dans FRANZINI M., PIZZUTI F.R. (dirs.), *Globalization, Institutions and Social Cohesion*, Berlin, Heidelberg, Springer Berlin Heidelberg, p. 257-282.

- SIMONSEN M.H., 1979, « Pagamenti internazionali e indebitamento estero », *Rivista di Politica Economica*, 69, 1, p. 42-68.
- SIMONSEN M.H., 1984a, « The developing-country debt problem », dans *International debt and the developing countries*, Washington, D.C., U.S.A., The World Bank, p. 101–126.
- SIMONSEN M.H., 1984b, « The developing-country debt problem », dans *International debt and the developing countries*, Washington, D.C., U.S.A., The World Bank, p. 101-126.
- SINN H.-W., 2011a, « How to rescue the euro: Ten commandments », St. Louis, United States, Federal Reserve Bank of St Louis.
- SINN H.-W., 2011b, « The ECB's stealth bailout », *VoxEU*, June, 1.
- SINN H.-W., 2012a, « The European balance of payments crisis: an introduction », *CESifo forum*, 13, p. 3.
- SINN H.-W., 2012b, « The European Balance of Payments Crisis: An Introduction », *CESifo Forum*, 13, p. 3-10.
- SINN H.-W., 2016, « “Europe's Secret Bailout” », *Project Syndicate*.
- SINN H.-W., WOLLMERSHÄUSER T., 2011, « Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility », SSRN Scholarly Paper, Rochester, NY, Social Science Research Network.
- SINN H.-W., WOLLMERSHÄUSER T., 2012a, « Target balances and the German financial account in light of the European balance-of-payments crisis »,.
- SINN H.-W., WOLLMERSHÄUSER T., 2012b, « Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility », *International Tax and Public Finance*, 19, 4, p. 468–508.
- SKILES M.E., 1989, « comment », dans *Dealing with the debt crisis*, World Bank Publications, p. 134-136.
- SMITH A., 1981, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, CAMPBELL R.H., SKINNER A.S., TODD W.B. (dirs.), Indianapolis, Ind, Liberty Classics.

- SONNENBLICK M., 1986, « Brazil's New 'Cruzado Plan': How To Do Nothing about Debt », *Executive Intelligence Review (EIR)*, 13, 11, p. 2.
- SRAFFA P., 1960, *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Bombay, India, Vora & Co.
- STIGLITZ J.E., 2002, *La grande désillusion*, Paris, France, Fayard, 329 p.
- STIGLITZ, J.E., HEYMANN, D. (dirs.), 2014, *Life After Debt*, Palgrave Macmillan.
- STIGLITZ J., WEISS A., 1981a, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 71, 3, p. 393-410.
- STIGLITZ J., WEISS A., 1981b, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 71, 3, p. 393-410.
- STOLFI F., 2013, « Back in Europe? Italy, the Troika, and the Chancelleries », *Italian Politics*, 28, 1.
- SWOBODA A.K., 1968, « The Euro-Dollar Market: An Interpretation », *Essays in International Finance*, 64, Princeton, N.J, Princeton University.
- TASK FORCE ON FINANCE STATISTICS (dir.), 2014, *External debt statistics: guide for compilers and users*, 2013 [ed.], Washington, DC, IMF, 331 p.
- THE ECONOMIST, 2011, « Exports to Mars », *The Economist*, 12 novembre 2011.
- THE ECONOMIST, 2018, « Africa in the red: Increasing debt in many African countries is a cause for worry », *The Economist*, 8 mars 2018.
- THERET B., 2003, « La dollarisation : polysémie et enflure d'une notion », *Critique internationale*, no 19, 2, p. 62-83.
- THERET, B. (dir.), 2007, *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, Paris, Ed. de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (La monnaie dévoilée par ses crises), 510 p.
- THYGESEN N., 1979, « The Emerging European Monetary System : Precursors, First Steps and Policy Options », dans TRIFFIN R. (dir.), *The Emerging European Monetary System*,

Louvain, Banque Nationale de Belgique (Bulletin de la Banque Nationale de Belgique), p. 87-128.

THYGESEN N., 1989, « The Delors Report and European economic and monetary union », *International Affairs*, 65, 4, p. 637-652.

TILLE C., 2003, « The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt », *Federal Reserve Bank of New York*, 9, 1, p. 8.

TOMZ M., 2007, *Reputation and international cooperation: sovereign debt across three centuries*, Princeton, NJ, Princeton Univ. Press, 299 p.

TORNELL A., WESTERMANN F., 2011, « Eurozone Crisis, Act Two: Has the Bundesbank reached its limit? », *VoxEU.org*.

TOUSSAINT E., 2003, « Les crises de la dette extérieure de l'Amérique latine au XIXe siècle et dans la première moitié du XXe », *Amerique Latine et Caraïbe: Sortir de l'impasse de la dette et de l'ajustement*, p. 2003.

TOUSSAINT E., 2017, *Le système dette: histoire des dettes souveraines et de leur répudiation*, Paris, Éditions Les Liens qui libèrent, 333 p.

TOUSSAINT E., MILLET D., 2010, *Debt, the IMF, and the World Bank sixty questions, sixty answers*, New York, Monthly Review Press.

TRIFFIN R., 1960, *Gold and the dollar crisis; the future of convertibility*, New Haven Yale University Press, 220 p.

TRIFFIN R., 1963, « Excerpts from "Gold and the Dollar Crisis" », dans *World monetary reform, plans and issues*, Stanford, California, Stanford University Press, p. 15-54.

TRIFFIN R., 1964, *The evolution of the international monetary system: Historical reappraisal and future perspectives*, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

TRIFFIN R., 1966, « The Balance-of-Payments Seesaw », dans TRIFFIN R., FELLNER W., MACHLUP F. (dirs.), *Maintaining and Restoring Balance in International Trade*, Princeton University Press, p. 85–108.



TRIFFIN R., 1968, *Our international monetary system : yesterday, today, and tomorrow*, New York, Random House.

TRIFFIN R., 1969, « The Thrust of History in International Monetary Reform », *Foreign Affairs*, 47, 3, p. 477-492.

TRIFFIN R., 1978, « Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility », *Essays in International Finance*, 132, Princeton, N.J, Princeton University.

TRIFFIN R., 1989, « L’histoire de l’unification monétaire européenne : de l’UEP à nos jours », *Revue d’économie financière*, 8, 1, p. 13-18.

TRUMAN E.M., 2010, « The international monetary system and global imbalances », *Economics, Management, and Financial Markets*, 5, 4, p. 93–105.

TRUMAN E.M., 2012, « The International Monetary System or “Nonsystem” », dans BERGSTEN C.F., HENNING C.R. (dirs.), *Global Economics in Extraordinary Times: Essays in Honor of John Williamson*, Washington, D.C., U.S.A., Peterson Institute for International Economics, p. 27–52.

TRUMAN E.M., 2017, « The End of the Bretton Woods International Monetary System », Working Paper, 17-11, Washington, D.C., U.S.A., Peterson Institute for International Economics.

VANHAUTERE J., 2003, « Transferts de fonds électroniques et systèmes de paiement de gros montant », *Les Cahiers du numérique*, Vol. 4, 1, p. 197-207.

VASQUEZ I., 1996a, « The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises », *Cato Journal*, 16, 2, p. 233–243.

VASQUEZ I., 1996b, « The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises », *Cato Journal*, 16, 2, p. 233-243.

VAUBEL R., 1980, « The return to the new european monetary system: Objectives, incentives, perspectives », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 13, p. 173-221.

VESTERGAARD J., HØJLAND M., 2009, « Combating illicit financial flows from poor countries: Estimating the possible gains », Danish Institute for International Studies.

VIAENE J.-M., VRIES C.G. DE, 1992, « International trade and exchange rate volatility », *European Economic Review*, 36, 6, p. 1311-1321.

WALRAS L., 1874, *Éléments d'économie politique pure; ou, Théorie de la richesse sociale*, Paris, France; Bâle, Suisse, L. Corbaz & cie, 422 p.

WATANABE K., TAKAYASU H., TAKAYASU M., 2007, « A mathematical definition of the financial bubbles and crashes », *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 383, 1, p. 120-124.

WEISBROT M., BAKER D., 2003, « THE RELATIVE IMPACT OF TRADE LIBERALIZATION ON DEVELOPING COUNTRIES », *Investigación Económica*, 62, 244, p. 15-55.

WESTERMANN F., 2012, « Two types of capital flight: Will a common deposit insurance help to stabilise the TARGET2 imbalances? », dans BECKS T. (dir.), *Banking Union for Europe: Risks and Challenges*, London, United Kingdom, Centre for Economic Policy Research (CEPR), p. 55-64.

WESTERMANN F., 2014, « Discussion of “Target2 and Central Bank Balance Sheets” », Working Paper, 99, Institute of Empirical Economic Research, Osnabrueck University.

WHELAN K., 2011a, « Professor Sinn misses the target », *VoxEU.org*.

WHELAN K., 2011b, « No, the Bundesbank has not reached its limit », *VoxEU.org*.

WHELAN K., 2012, « TARGET2: Not why Germans should fear a euro breakup »,.

WHELAN K., 2014, « TARGET2 and central bank balance sheets », *Economic Policy*, 29, 77, p. 79–137.

WHELAN K., 2017, « Should we be concerned about TARGET balances? », *In-Depth Analysis*, IP/ A/ECON /2017-04, European Parliament-Policy Department A: Economic and Scientific Policy.

WHITT JR J.A., 1996a, « The Mexican peso crisis », *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 81, 1, p. 1.

WHITT JR J.A., 1996b, « The Mexican peso crisis », *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 81, 1, p. 1.

WIESNER E., 1985, « Latin American Debt: Lessons and Pending Issues », *The American Economic Review*, 75, 2, p. 191-195.

WIJNBEGEN S. VAN, KING M., PORTES R., 1991, « Mexico and the Brady Plan », *Economic Policy*, 6, 12, p. 14-56.

WILLIAMSON J., 1983, « On Seeking to Improve IMF Conditionality », *American Economic Review*, 73, 2, p. 354.

WILLIAMSON J., 1990, *What Washington Means by Policy Reform*, Peterson Institute for International Economics.

WILLIAMSON J., 2004, « The strange history of the Washington consensus », *Journal of Post Keynesian Economics*, 27, 2, p. 195-206.

WILLIAMSON J., MILNER C., 1995, *The world economy: a textbook in international economics*, 2nd. ed, New York, NY, Harvester Wheatsheaf, 461 p.

WOELFEL, C.J. (dir.), 1994, *Encyclopedia of banking & finance*, 10. ed, Chicago, Ill., Probus Publ. Co (A Bankline publication), 1219 p.

WOLMAN A.L., 2013, « Federal Reserve interdistrict settlement », *FRB Economic Quarterly*, 99, 2, p. 117–141.

WORLD BANK, 1993, « World debt tables, 1993-1994 : external finance for developing countries - extracts », 12508, The World Bank.

WORLD BANK, 2003, « Summary and country tables », 25900, The World Bank.

WORLD BANK, 2004, « Global development finance 2004 (Volume 1) : harnessing cyclical gains for development : Analysis and summary tables », Global Development Finance, 28810, Washington, D.C., U.S.A., The World Bank.

WORLD BANK, 2018, *International debt statistics 2019*, Washington DC, World Bank Group.

WORLD BANK, 2019, « Data Catalog »,.

WRAY L.R., 2012, « MMT AND THE EURO: Are Current Account Imbalances to Blame for the Euro Disaster? Part 1 », *EconoMonitor*.

YEAGER L.B., 1968, *International Monetary Relations*, Harper & Row.

ZESTOS G.K., 2016a, *The global financial crisis: from US subprime mortgages to European sovereign debt*, London ; New York, Routledge/Taylor and Francis Group, 4 p.

ZESTOS G.K., 2016b, *The global financial crisis: from US subprime mortgages to European sovereign debt*, London ; New York, Routledge/Taylor and Francis Group, 4 p.

## **Annexes**

## Annexe 1: Malformation de la dette dans les économies émergentes

**TABEAU A1- 1 : MALFORMATION DE LA DETTE DU BRESIL (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	–181,02	–583,05	–764,07
<i>Variation des réserves</i>	26,31	336,65	362,97
<i>Investissement direct étranger</i>	114,61	721,46	836,07
<i>Investissement de portefeuille</i>	30,90	176,41	207,32
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	183,32	312,71	496,03
<i>Paiement du principal</i>	225,50	929,88	1155,38
<i>Dette effacée</i>	0,00	0,06	0,06
<i>Paiement des intérêts</i>	177,75	316,96	494,72
<i>Dette Totale</i>	408,82	1242,64	1651,47
<i>Dette justifiée</i>	207,33	919,71	1127,04
<i>Dette injustifiée</i>	201,49	322,93	524,43
<i>Service excédentaire de la dette</i>	18,17	10,17	28,34

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 2 : MALFORMATION DE LA DETTE ARGENTINE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	–98,97	–85,35	–184,33
<i>Variation des réserves</i>	16,86	37,71	54,58
<i>Investissement direct étranger</i>	68,16	128,32	196,48
<i>Investissement de portefeuille</i>	2,98	2,24	5,22
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	130,74	128,60	259,34
<i>Paiement du principal</i>	75,62	219,17	294,78
<i>Dette effacée</i>	0,00	1,33	1,33
<i>Paiement des intérêts</i>	92,23	117,36	209,59
<i>Dette Totale</i>	206,35	349,10	555,45
<i>Dette justifiée</i>	115,84	123,07	238,90
<i>Dette injustifiée</i>	90,52	226,03	316,55
<i>Service excédentaire de la dette</i>	–40,22	96,10	55,88

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 3 : MALFORMATION DE LA DETTE COLOMBIENNE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	-32,20	-141,15	-173,35
<i>Variation des réserves</i>	4,16	39,35	43,51
<i>Investissement direct étranger</i>	22,86	157,52	180,38
<i>Investissement de portefeuille</i>	1,23	11,78	13,01
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	28,79	100,09	128,88
<i>Paie ment du principal</i>	37,79	148,78	186,58
<i>Det te effacée</i>	0,04	0,00	0,04
<i>Paie ment des intérêts</i>	29,94	69,12	99,06
<i>Det te Totale</i>	66,62	248,88	315,50
<i>Det te justifiée</i>	36,37	180,50	216,86
<i>Det te injustifiée</i>	30,25	68,38	98,63
<i>Service excédentaire de la dette</i>	1,42	-31,71	-30,29

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 4 : MALFORMATION DE LA DETTE EN INDE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	-83,07	-493,93	-577,00
<i>Variation des réserves</i>	25,23	341,76	366,99
<i>Investissement direct étranger</i>	16,11	454,45	470,55
<i>Investissement de portefeuille</i>	16,97	175,25	192,22
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	81,59	421,61	503,20
<i>Paie ment du principal</i>	73,45	518,68	592,13
<i>Det te effacée</i>	0,00	0,00	0,00
<i>Paie ment des intérêts</i>	62,09	147,90	209,99
<i>Det te Totale</i>	155,03	940,29	1095,33
<i>Det te justifiée</i>	108,31	835,69	943,99
<i>Det te injustifiée</i>	46,73	104,60	151,33
<i>Service excédentaire de la dette</i>	-34,86	-317,01	-351,87

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 5 : MALFORMATION DE LA DETTE EN INDONESIE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	-45,65	-91,16	-136,81
<i>Variation des réserves</i>	22,38	90,98	113,36
<i>Investissement direct étranger</i>	22,99	194,73	217,72
<i>Investissement de portefeuille</i>	-3,12	8,34	5,22
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	133,18	218,03	351,22
<i>Paiement du principal</i>	131,36	499,87	631,23
<i>Dettes effacées</i>	0,00	0,00	0,00
<i>Paiement des intérêts</i>	80,86	128,26	209,13
<i>Dettes Totales</i>	264,55	717,90	982,45
<i>Dettes justifiées</i>	68,03	182,14	250,17
<i>Dettes injustifiées</i>	196,51	535,77	732,28
<i>Service excédentaire de la dette</i>	63,33	317,74	381,06

Source : Calculé à partir des bases de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019 et World Economic Outlook (WEO) du FMI du 01/10/2019

**TABEAU A1- 6 : MALFORMATION DE LA DETTE DE LA JAMAÏQUE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	-3,86	-19,92	-23,78
<i>Variation des réserves</i>	0,49	2,98	3,47
<i>Investissement direct étranger</i>	1,89	12,03	13,92
<i>Investissement de portefeuille</i>	0,00	0,72	0,72
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	2,31	12,27	14,58
<i>Paiement du principal</i>	6,92	14,63	21,55
<i>Dettes effacées</i>	0,42	0,41	0,82
<i>Paiement des intérêts</i>	4,51	11,24	15,75
<i>Dettes Totales</i>	9,64	27,31	36,95
<i>Dettes justifiées</i>	4,36	22,90	27,25
<i>Dettes injustifiées</i>	5,29	4,41	9,70
<i>Service excédentaire de la dette</i>	2,56	-8,27	-5,71

Source : Calculé à partir de la base de données International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019



**TABEAU A1- 7 : MALFORMATION DE LA DETTE DU MEXIQUE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	-168,62	-303,98	-472,60
<i>Variation des réserves</i>	29,71	139,66	169,37
<i>Investissement direct étranger</i>	94,07	399,56	493,63
<i>Investissement de portefeuille</i>	38,04	31,97	70,02
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	125,00	285,02	410,02
<i>Païement du principal</i>	217,65	594,67	812,32
<i>Dette effacée</i>	0,00	0,00	0,00
<i>Païement des intérêts</i>	190,41	312,20	502,60
<i>Dette Totale</i>	342,65	879,68	1222,33
<i>Dette justifiée</i>	198,33	443,64	641,97
<i>Dette injustifiée</i>	144,32	436,04	580,36
<i>Service excédentaire de la dette</i>	19,32	151,02	170,35

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 8 : MALFORMATION DE LA DETTE DE L'EQUATEUR (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	-11,93	-1,95	-13,88
<i>Variation des réserves</i>	0,00	0,00	0,00
<i>Investissement direct étranger</i>	3,14	11,14	14,28
<i>Investissement de portefeuille</i>	0,05	0,05	0,10
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	14,46	25,92	40,38
<i>Païement du principal</i>	12,81	54,67	67,48
<i>Dette effacée</i>	0,00	0,00	0,01
<i>Païement des intérêts</i>	13,70	23,14	36,84
<i>Dette Totale</i>	27,27	80,59	107,87
<i>Dette justifiée</i>	11,93	1,95	13,88
<i>Dette injustifiée</i>	15,35	78,64	93,99
<i>Service excédentaire de la dette</i>	0,88	52,72	53,60

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 9 : MALFORMATION DE LA DETTE DE LA ZAMBIE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	–6,17	–2,30	–8,47
<i>Variation des réserves</i>	–0,03	1,52	1,49
<i>Investissement direct étranger</i>	1,92	7,57	9,50
<i>Investissement de portefeuille</i>	0,01	0,13	0,15
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	2,91	13,16	16,08
<i>Païement du principal</i>	5,30	4,36	9,67
<i>Dette effacée</i>	1,05	1,09	2,14
<i>Païement des intérêts</i>	2,82	3,09	5,91
<i>Dette Totale</i>	9,27	18,61	27,89
<i>Dette justifiée</i>	6,14	3,82	9,96
<i>Dette injustifiée</i>	3,13	14,79	17,93
<i>Service excédentaire de la dette</i>	–0,83	0,54	–0,29

Source : Calculé à partir des bases de données de *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019 et *World Economic Outlook (WEO)* du FMI du 01/10/2019

**TABEAU A1- 10 : MALFORMATION DE LA DETTE DE LA TURQUIE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1980 – 1999	2000 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	–23,90	–582,55	–606,44
<i>Variation des réserves</i>	22,69	49,52	72,21
<i>Investissement direct étranger</i>	9,40	197,99	207,39
<i>Investissement de portefeuille</i>	2,47	31,89	34,35
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	85,86	343,35	429,21
<i>Païement du principal</i>	90,32	755,42	845,74
<i>Dette effacée</i>	0,00	0,01	0,01
<i>Païement des intérêts</i>	64,18	225,70	289,88
<i>Dette Totale</i>	176,17	1098,79	1274,97
<i>Dette justifiée</i>	46,58	632,07	678,65
<i>Dette injustifiée</i>	129,59	466,73	596,32
<i>Service excédentaire de la dette</i>	43,73	123,36	167,09

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 11 : MALFORMATION DE LA DETTE DE L'UKRAINE (EN MILLIARDS DE DOLLARS US)**

	1995 – 2004	2005 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	4,28	–62,81	–58,53
<i>Variation des réserves</i>	6,52	11,06	17,59
<i>Investissement direct étranger</i>	6,14	67,76	73,90
<i>Investissement de portefeuille</i>	1,06	4,02	5,08
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	22,01	89,57	111,58
<i>Païement du principal</i>	16,28	216,40	232,68
<i>Dette effacée</i>	0,00	0,00	0,00
<i>Païement des intérêts</i>	6,34	53,73	60,06
<i>Dette Totale</i>	38,29	305,97	344,26
<i>Dette justifiée</i>	2,25	73,87	76,12
<i>Dette injustifiée</i>	36,04	232,10	268,14
<i>Service excédentaire de la dette</i>	14,03	142,53	156,57

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A1- 12 : MALFORMATION DE LA DETTE DE L'AFRIQUE DU SUD (EN MILLIARD DE DOLLAR US)**

	1995 – 2004	2005 – 2018	1980 – 2018
<i>Compte courant</i>	–16,07	–180,02	–196,09
<i>Variation des réserves</i>	11,46	33,34	44,79
<i>Investissement direct étranger</i>	15,10	23,54	38,64
<i>Investissement de portefeuille</i>	38,50	85,84	124,35
<i>Variation du stock de la dette extérieure</i>	21,51	136,13	157,64
<i>Païement du principal</i>	30,78	75,41	106,20
<i>Dette effacée</i>	0,00	0,00	0,00
<i>Païement des intérêts</i>	13,55	57,80	71,35
<i>Dette Totale</i>	52,29	211,54	263,83
<i>Dette justifiée</i>	27,52	213,36	240,88
<i>Dette injustifiée</i>	24,77	–1,82	22,95
<i>Service excédentaire de la dette</i>	3,26	–137,94	–134,68

Source : Calculé à partir de la base de données *International Debt Statistics (IDS)* de la Banque Mondiale du 01/10/2019

## Annexe 2: Position extérieure des pays de la zone euro

**TABEAU A2- 1 : POSITION EXTERIEURE DE LA FRANCE EN MILLIARDS DE DOLLARS US**

	<i>Compte courant</i>	<i>Reserve Totale</i>	<i>FDI</i>	<i>PE</i>	<i>Dettes extérieures</i>
2003	15,98	70,76	42,32	20,72	2302,27
2004	9,17	77,35	35,58	31,75	2853,24
2005	-0,14	74,36	85,18	64,16	3053,84
2006	0,52	98,24	78,95	94,03	3819,25
2007	-8,72	115,49	83,78	-10,38	4843,64
2008	-28,18	103,31	68,00	-18,10	4881,14
2009	-22,06	131,79	18,38	66,98	5180,20
2010	-22,03	165,85	38,90	-5,02	5160,78
2011	-29,49	168,49	44,19	8,34	5223,15
2012	-32,89	184,52	32,95	37,08	5376,71
2013	-24,38	145,16	31,59	34,37	5549,36
2014	-37,36	143,98	5,81	10,03	5496,29
2015	-9,13	138,20	42,80	11,71	4979,76
2016	-12,20	145,87	32,80	31,37	4991,53
2017	-16,47	156,32	37,54	32,60	5793,68
2018	-19,01	166,48	59,85	-20,69	5829,08
<i>Totale</i>	-252,37	95,72	696,29	388,96	3526,81

Source : Calculé à partir de la base de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A2- 2 :: POSITION EXTERIEURE DE LA BELGIQUE EN MILLIARDS DE DOLLARS US**

	<i>Compte courant</i>	<i>Reserve Totale</i>	<i>FDI</i>	<i>PE</i>	<i>Dettes extérieures</i>
2003	10,79	14,45	34,54	3,18	778,50
2004	11,43	13,99	44,42	4,09	962,21
2005	7,70	12,00	33,68	5,71	985,45
2006	7,55	13,44	58,83	4,59	1156,42
2007	7,04	16,49	96,59	3,36	1535,82
2008	-4,29	15,68	190,54	8,82	1167,02
2009	-5,24	23,86	86,53	-3,24	1055,65
2010	7,98	26,78	111,49	-3,87	1041,63
2011	-5,49	29,11	158,03	-4,89	1102,59
2012	-0,23	30,77	6,68	3,69	1433,21
2013	-1,58	26,95	-28,38	7,68	1345,16
2014	-4,67	25,44	-23,93	8,25	1257,82
2015	-4,70	24,10	-24,27	7,75	1159,30
2016	-2,81	23,48	44,46	-11,99	1256,31
2017	3,57	26,15	-39,48	11,54	1369,31
2018	-6,82	26,86	-64,05	-5,12	1245,02
<i>Totale</i>	9,44	12,41	651,14	36,36	466,52

Source : Calculé à partir de la base de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A2- 3 : POSITION EXTERIEURE DE LA GRECE EN MILLIARDS DE DOLLARS US**

	<b>Compte courant</b>	<b>Reserve Totale</b>	<b>FDI</b>	<b>PE</b>	<b>Dette extérieure</b>
2003	-12,81	5,80	1,41	2,57	204,73
2004	-13,49	2,71	2,15	4,29	253,45
2005	-18,22	2,29	0,69	6,29	263,10
2006	-29,58	2,85	5,41	7,53	329,94
2007	-44,58	3,65	1,96	10,87	454,36
2008	-51,30	3,49	5,73	-5,25	504,77
2009	-35,95	5,49	2,77	0,76	588,79
2010	-30,26	6,35	0,53	-1,46	544,91
2011	-28,60	6,74	1,09	-0,35	479,88
2012	-6,17	7,26	1,66	-0,07	578,38
2013	-4,95	5,76	2,95	3,13	575,40
2014	-3,73	6,24	2,70	11,27	515,33
2015	-1,61	6,03	1,27	7,00	480,33
2016	-3,26	6,85	2,70	0,55	455,09
2017	-3,33	7,80	3,57	0,49	484,24
2018	-6,37	7,58	4,31	-0,17	473,33
<i>Totale</i>	-281,40	1,78	39,49	44,88	268,60

Source : Calculé à partir de la base de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A2- 4 : POSITION EXTERIEURE DE L'ITALIE EN MILLIARDS DE DOLLARS US**

	<b>Compte courant</b>	<b>Reserve Totale</b>	<b>FDI</b>	<b>PE</b>	<b>Dette extérieure</b>
2003	-9,31	63,26	19,57	5,27	1453,17
2004	-6,48	62,39	20,10	25,19	1649,01
2005	-17,00	65,95	36,76	10,68	1676,76
2006	-28,76	75,77	57,00	21,62	2109,10
2007	-30,52	94,11	65,98	-6,05	2550,41
2008	-66,83	105,65	-9,50	-29,05	2389,91
2009	-40,36	131,50	16,61	20,93	2589,63
2010	-72,99	158,48	9,93	3,82	2470,72
2011	-68,28	169,87	34,47	6,06	2390,17
2012	-7,33	181,67	0,03	20,84	2550,16
2013	21,28	145,72	19,53	17,44	2642,90
2014	40,17	142,76	17,03	26,67	2450,88
2015	24,45	130,59	13,30	12,91	2262,64
2016	47,52	135,13	25,66	-3,32	2195,98
2017	51,63	151,12	9,17	17,15	2543,78
2018	50,56	152,36	30,90	-9,02	2443,04
<i>Totale</i>	-112,26	89,10	366,54	141,15	989,88

Source : Calculé à partir des bases de données de World Development Indicator (WDI) de la Banque Mondiale du 27/10/2019 et World Economic Outlook (WEO) du FMI du 01/10/2019

**TABEAU A2- 5 : POSITION EXTERIEURE DU PORTUGAL EN MILLIARDS DE DOLLARS US**

	<i>Compte courant</i>	<i>Reserve Totale</i>	<i>FDI</i>	<i>PE</i>	<i>Dette extérieure</i>
2003	-11,88	12,81	10,34	9,86	297,60
2004	-15,81	11,68	2,50	7,23	341,92
2005	-19,54	10,36	4,43	5,59	330,65
2006	-22,22	9,88	13,20	3,83	406,52
2007	-23,52	11,51	6,03	0,29	503,97
2008	-31,95	12,01	7,82	8,68	504,53
2009	-25,45	15,78	5,58	3,41	569,98
2010	-24,20	20,94	8,46	-1,61	545,12
2011	-14,78	20,80	9,82	-9,51	498,80
2012	-3,96	22,66	21,98	-10,20	528,14
2013	3,59	17,59	10,80	0,26	532,89
2014	0,14	19,70	13,19	2,24	495,77
2015	0,24	19,40	2,51	-0,58	434,63
2016	1,20	24,99	9,42	-1,16	420,95
2017	1,17	26,10	10,02	0,66	488,69
2018	-1,51	24,92	4,86	-0,18	472,62
<i>Totale</i>	-176,61	12,11	130,61	8,96	175,02

Source : Calculé à partir de la base de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019

**TABEAU A2- 6 : POSITION EXTERIEURE DE L'ESPAGNE EN MILLIARDS DE DOLLARS US**

	<i>Compte courant</i>	<i>Reserve Totale</i>	<i>FDI</i>	<i>PE</i>	<i>Dette extérieure</i>
2003	-35,09	26,81	30,74	-3,65	980,24
2004	-59,78	19,76	25,18	10,92	1235,79
2005	-87,01	17,23	26,72	-9,57	1350,53
2006	-113,75	19,34	32,99	-24,01	1805,10
2007	-143,14	19,03	73,77	15,60	2302,44
2008	-152,55	20,29	79,56	-2,49	2327,41
2009	-63,72	28,05	13,48	9,06	2536,10
2010	-56,36	31,87	41,02	-4,72	2296,30
2011	-47,06	46,70	31,78	4,21	2261,51
2012	-3,42	50,59	24,92	9,82	1727,54
2013	20,75	46,34	52,29	28,58	2260,23
2014	14,13	50,41	34,89	32,58	2119,48
2015	13,78	53,97	25,35	31,21	1981,13
2016	27,90	63,04	39,78	11,77	1968,44
2017	25,01	69,40	6,20	27,19	2327,05
2018	12,80	70,63	44,67	-0,32	2305,34
<i>Totale</i>	-647,49	43,82	583,33	136,18	1325,10

Source : Calculé à partir de la base de données de International Debt Statistics (IDS) de la Banque Mondiale du 01/10/2019

### Annexe 3: Simulation de la réforme par pays

TABLEAU A3. 1: LA REFORME EN ARGENTINE

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						63,96				
2019	10,17	23,30	-9,44	-32,74	32,74	31,22			32,74	
2020	9,28	19,15	-12,82	-31,96	31,96	32,00	-32,74	32,74	31,96	0,00
2021	8,18	18,60	-14,14	-32,73	32,73	31,23	-31,96	31,96	32,73	0,00
2022	6,95	15,01	-15,01	-30,02	30,02	33,95	-32,73	32,73	30,02	0,00
2023	6,12	17,72	-16,04	-33,76	33,76	30,20	-30,02	30,02	33,76	0,00
2024	5,10	7,57	-16,75	-24,32	24,32	39,65	-33,76	33,76	24,32	0,00
<b>Total</b>	<b>35,62</b>	<b>78,04</b>	<b>-84,19</b>	<b>-185,53</b>	<b>185,53</b>	<b>-24,32</b>	<b>-161,22</b>	<b>161,22</b>	<b>185,53</b>	<b>0,00</b>

TABLEAU A3. 2: LA REFORME AU BRESIL

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						371,93				
2019	29,86	69,72	-33,19	-102,91	102,91	269,02			102,91	
2020	23,98	63,41	-33,15	-96,56	96,56	275,37	-102,91	102,91	96,56	0,00
2021	20,32	50,19	-35,46	-85,66	85,66	286,28	-96,56	96,56	85,66	0,00
2022	17,14	43,35	-38,58	-81,93	81,93	290,01	-85,66	85,66	81,93	0,00
2023	14,47	47,55	-43,04	-90,59	90,59	281,35	-81,93	81,93	90,59	0,00
2024	12,64	31,16	-46,63	-77,79	77,79	294,14	-90,59	90,59	77,79	0,00
<b>Total</b>	<b>88,55</b>	<b>235,66</b>	<b>-230,05</b>	<b>-535,44</b>	<b>535,44</b>	<b>-77,79</b>	<b>-457,65</b>	<b>457,65</b>	<b>535,44</b>	<b>0,00</b>

TABLEAU A3. 3: LA REFORME EN COLOMBIE

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						47,36				
2019	5,48	13,75	-13,22	-26,96	26,96	20,39			26,96	
2020	4,91	9,50	-13,25	-22,75	22,75	24,61	-26,96	26,96	22,75	0,00
2021	4,46	14,45	-13,93	-28,38	28,38	18,98	-22,75	22,75	28,38	0,00
2022	3,81	5,48	-14,68	-20,15	20,15	27,20	-28,38	28,38	20,15	0,00
2023	3,50	8,22	-15,55	-23,77	23,77	23,59	-20,15	20,15	23,77	0,00
2024	3,09	7,98	-16,49	-24,47	24,47	22,89	-23,77	23,77	24,47	0,00
<b>Total</b>	<b>19,77</b>	<b>45,62</b>	<b>-87,12</b>	<b>-146,48</b>	<b>146,48</b>	<b>-24,47</b>	<b>-122,02</b>	<b>122,02</b>	<b>146,48</b>	<b>0,00</b>

TABLEAU A3. 4: LA REFORME EN COLOMBIE

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						1,89				
2019	2,43	4,55	0,43	-4,55	4,55	-2,23			4,55	
2020	2,25	5,02	1,56	-5,02	5,02	-1,14	-4,55	4,55	5,02	0,00
2021	1,93	2,71	1,71	-2,71	2,71	2,88	-5,02	5,02	2,71	0,00
2022	1,70	4,07	1,73	-4,07	4,07	3,25	-2,71	2,71	4,07	0,00
2023	1,38	4,36	1,97	-4,36	4,36	4,93	-4,07	4,07	4,36	0,00
2024	1,33	3,55	1,94	-3,55	3,55	7,68	-4,36	4,36	3,55	0,00
<b>Total</b>	<b>8,59</b>	<b>19,70</b>	<b>9,33</b>	<b>-24,25</b>	<b>24,25</b>	<b>5,78</b>	<b>-20,70</b>	<b>20,70</b>	<b>24,25</b>	<b>0,00</b>



TABLEAU A3. 5: LA REFORME EN INDE

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						374,43				
2019	13,29	33,77	-73,55	-107,32	107,32	267,11			107,32	
2020	12,26	32,80	-77,90	-110,69	110,69	263,73	-107,32	107,32	110,69	0,00
2021	11,14	32,72	-86,94	-119,66	119,66	254,76	-110,69	110,69	119,66	0,00
2022	9,92	31,17	-97,36	-128,53	128,53	245,90	-119,66	119,66	128,53	0,00
2023	8,64	33,66	-106,77	-140,43	140,43	233,99	-128,53	128,53	140,43	0,00
2024	7,31	29,02	-117,59	-146,61	146,61	227,82	-140,43	140,43	146,61	0,00
<b>Total</b>	<b>49,27</b>	<b>159,37</b>	<b>-560,11</b>	<b>-753,24</b>	<b>753,24</b>	<b>-146,61</b>	<b>-606,63</b>	<b>606,63</b>	<b>753,24</b>	<b>0,00</b>

TABLEAU A3. 6: LA REFORME EN INDONESIE

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						117,42				
2019	12,41	26,48	-30,10	-56,58	56,6	60,84			56,58	
2020	10,99	21,32	-31,82	-53,14	53,1	64,29	-56,58	56,58	53,14	0,00
2021	9,73	24,33	-33,97	-58,30	58,3	59,12	-53,14	53,14	58,30	0,00
2022	8,57	22,14	-35,64	-57,78	57,8	59,65	-58,30	58,30	57,78	0,00
2023	7,44	20,99	-36,53	-57,52	57,5	59,91	-57,78	57,78	57,52	0,00
2024	6,44	35,00	-38,66	-73,66	73,7	43,76	-57,52	57,52	73,66	0,00
<b>Total</b>	<b>43,17</b>	<b>123,79</b>	<b>-206,71</b>	<b>-356,98</b>	<b>356,98</b>	<b>-73,66</b>	<b>-283,32</b>	<b>283,32</b>	<b>356,98</b>	<b>0,00</b>

TABLEAU A3. 7: LA REFORME EN JAMAÏQUE

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						3,53				
2019	0,90	0,88	-0,37	-1,25	1,25	2,28			1,25	
2020	0,83	0,97	-0,37	-1,34	1,34	2,19	-1,25	1,25	1,34	0,00
2021	0,77	0,69	-0,40	-1,08	1,08	2,45	-1,34	1,34	1,08	0,00
2022	0,71	0,89	-0,42	-1,31	1,31	2,22	-1,08	1,08	1,31	0,00
2023	0,63	1,55	-0,48	-2,03	2,03	1,50	-1,31	1,31	2,03	0,00
2024	0,57	0,81	-0,32	-1,13	1,13	2,40	-2,03	2,03	1,13	0,00
<b>Total</b>	<b>3,51</b>	<b>4,91</b>	<b>-2,36</b>	<b>-8,14</b>	<b>8,14</b>	<b>-1,13</b>	<b>-7,01</b>	<b>7,01</b>	<b>8,14</b>	<b>0,00</b>

TABLEAU A3. 8: LA REFORME AU MEXIQUE

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						171,44				
2019	17,01	20,70	-21,09	-41,79	41,79	129,65			41,79	
2020	20,70	22,32	-24,66	-46,98	46,98	124,46	-41,79	41,79	46,98	0,00
2021	19,15	31,64	-24,97	-56,61	56,61	114,83	-46,98	46,98	56,61	0,00
2022	17,18	36,43	-27,18	-63,61	63,61	107,83	-56,61	56,61	63,61	0,00
2023	15,17	34,28	-28,12	-62,40	62,40	109,05	-63,61	63,61	62,40	0,00
2024	13,33	29,06	-29,34	-58,40	58,40	113,05	-62,40	62,40	58,40	0,00
<b>Total</b>	<b>85,53</b>	<b>153,73</b>	<b>-155,36</b>	<b>-329,79</b>	<b>329,79</b>	<b>-58,40</b>	<b>-271,39</b>	<b>271,39</b>	<b>329,79</b>	<b>0,00</b>

**TABLEAU A3. 9: LA REFORME EN TURQUIE**

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						72,87				
2019	14,64	65,71	4,99	-65,71	65,71	12,15			65,71	
2020	11,79	48,89	-3,42	-52,31	52,31	25,54	-65,71	65,71	52,31	0,00
2021	9,48	44,80	-10,12	-54,92	54,92	22,94	-52,31	52,31	54,92	0,00
2022	7,93	30,41	-17,24	-47,66	47,66	30,20	-54,92	54,92	47,66	0,00
2023	6,41	30,72	-23,45	-54,17	54,17	23,69	-47,66	47,66	54,17	0,00
2024	5,05	22,47	-26,59	-49,06	49,06	28,80	-54,17	54,17	49,06	0,00
<b>Total</b>	<b>40,65</b>	<b>177,29</b>	<b>-75,84</b>	<b>-323,82</b>	<b>323,82</b>	<b>-44,07</b>	<b>-274,76</b>	<b>274,76</b>	<b>323,82</b>	<b>0,00</b>

**TABLEAU A3. 10: LA REFORME EN UKRAINE**

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						19,82				
2019	3,44	10,27	-3,47	-13,74	13,74	6,07			13,74	
2020	2,79	11,05	-6,15	-17,20	17,20	2,62	-13,74	13,74	17,20	0,00
2021	2,30	7,07	-6,40	-13,47	13,47	6,35	-17,20	17,20	13,47	0,00
2022	1,93	5,01	-5,78	-10,78	10,78	9,04	-13,47	13,47	10,78	0,00
2023	1,63	4,24	-5,33	-9,57	9,57	10,25	-10,78	10,78	9,57	0,00
2024	1,34	6,16	0,00	-6,16	6,16	13,66	-9,57	9,57	6,16	0,00
<b>Total</b>	<b>9,99</b>	<b>33,52</b>	<b>-27,12</b>	<b>-70,92</b>	<b>70,92</b>	<b>-6,16</b>	<b>-64,76</b>	<b>64,76</b>	<b>70,92</b>	<b>0,00</b>

**TABLEAU A3. 11: LA REFORME EN AFRIQUE DU SUD**

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						46,48				
2019	5,47	12,55	-12,65	-25,20	25,20	21,27			25,20	
2020	5,01	14,03	-14,37	-28,39	28,39	18,08	-25,20	25,20	28,39	0,00
2021	4,53	9,99	-15,41	-25,40	25,40	21,08	-28,39	28,39	25,40	0,00
2022	4,07	6,67	-15,91	-22,58	22,58	23,90	-25,40	25,40	22,58	0,00
2023	1,58	3,24	-16,45	-19,68	19,68	26,79	-22,58	22,58	19,68	0,00
2024	1,41	3,03	-17,00	-20,03	20,03	26,45	-19,68	19,68	20,03	0,00
<b>Total</b>	<b>16,60</b>	<b>36,95</b>	<b>-91,79</b>	<b>-141,29</b>	<b>141,29</b>	<b>-20,03</b>	<b>-121,26</b>	<b>121,26</b>	<b>141,29</b>	<b>0,00</b>

**TABLEAU A3. 12: LA REFORME EN ZAMBIE**

<i>Année</i>	<i>Intérêts</i>	$PP_t$	$CC_t$	$E_t^1$	$P_t$	$\Delta R$	$E_t^2$	$RR_t$	$GN_t$	$DN_t$
2018						1,57				
2019	0,92	2,03	-0,71	-2,73	2,73	-1,17			2,73	
2020	0,88	1,87	-0,67	-2,54	2,54	-0,97	-2,73	2,73	2,54	0,00
2021	0,81	1,90	-0,51	-2,41	2,41	-0,84	-2,54	2,54	2,41	0,00
2022	0,74	2,34	-0,36	-2,70	2,70	-1,13	-2,41	2,41	2,70	0,00
2023	0,62	1,27	-0,12	-1,39	1,39	0,18	-2,70	2,70	1,39	0,00
2024	0,51	2,15	-0,05	-2,20	2,20	-0,63	-1,39	1,39	2,20	0,00
<b>Total</b>	<b>3,56</b>	<b>9,53</b>	<b>-2,41</b>	<b>-13,97</b>	<b>13,97</b>	<b>-2,20</b>	<b>-11,77</b>	<b>11,77</b>	<b>13,97</b>	<b>0,00</b>

## Table des matières

REMERCIEMENTS	4
<i>RESUME</i>	6
<i>ABSTRACT</i>	7
SOMMAIRE	8
LISTE DES TABLEAUX	12
LISTE DES GRAPHIQUES	14
LISTE DES FIGURES	15
INTRODUCTION GENERALE	17
<b><u>PARTIE 1 :</u></b>	
<b><u>ENDETTEMENT EXTERIEUR ET SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL</u></b>	<b>28</b>
<b>INTRODUCTION DE LA PARTIE 1</b>	<b>29</b>
<b>CHAPITRE 1 : LES CONCEPTS DE DETTE EXTERIEURE ET DE DETTE SOUVERAINE : DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX A LA NOTION D'ENDETTEMENT DES PAYS</b>	<b>32</b>
INTRODUCTION	32
1.1. LES CONCEPTS DE DETTE EXTERIEURE ET DE DETTE SOUVERAINE	35
1.1.1. La dette extérieure	36
1.1.1.1. Définition	37
1.1.1.2. La résidence	38
1.1.1.3. Les engagements	39
1.1.2. Dette souveraine	41
1.1.2.1. Dette souveraine ou dette du souverain ?	41
1.1.2.2. La dette interrégionale et la dette internationale	43
a. La dette interrégionale	43
b. La dette internationale	45

1.1.2.3. La dette souveraine	47
1.2. LES SYSTEMES MONETAIRES INTERNATIONAUX ET LA DETTE EXTERIEURE	48
1.2.1. Les systèmes monétaires internationaux d'avant-guerre	48
1.2.1.1. Le bimétallisme	49
1.2.1.2. L'étalon-or	53
1.2.1.3. Les architectures des paiements internationaux de l'entre-deux guerres	60
1.2.2. Les systèmes monétaires internationaux de l'après-guerres	63
1.2.2.1. Les accords de Brettons Woods	63
1.2.2.2. Le change flottant	69
1.2.2.3. Le non-système	74
CONCLUSION	76
<b>CHAPITRE 2 : PAIEMENTS BANCAIRES ET STRUCTURATION DE LA DETTE : UNE ANALYSE THEORIQUE ET EMPIRIQUE</b>	<b>78</b>
INTRODUCTION	78
2.1. L'ANALYSE THEORIQUE DES PAIEMENTS	79
2.1.1. La conception néoclassique des paiements	80
2.1.2. La conception keynésienne des paiements	83
2.1.3. L'analyse instantanée des paiements	89
2.1.4. Les caractéristiques des paiements	97
2.2. LA PRATIQUE BANCAIRE DES PAIEMENTS NATIONAUX ET INTERNATIONAUX	99
2.2.1. Les paiements bancaires	99
2.2.2. Les paiements interbancaires	105
2.2.2.1. L'intermédiation monétaire	105
2.2.2.2. Intermédiation financière	110
2.2.2.3. Les caractéristiques	117
2.2.3. Les paiements extérieurs	119
2.2.3.1. Le principe	119
2.2.3.2. Caractéristiques	122

CONCLUSION	125
<b>CHAPITRE 3 : DE L'ENDETTEMENT DES RESIDENTS AU SURENDETTEMENT DES PAYS : UNE APPROCHE CONJONCTURELLE DE LA DETTE SOUVERAINE</b>	<b>127</b>
INTRODUCTION	127
3.1. LES FACTEURS POLITICO-ECONOMIQUES	128
3.1.1. La politique budgétaire et la dette souveraine	129
3.1.1.1. Choix de politique économique	129
3.1.1.2. L'arythmie de la politique budgétaire	131
3.1.2. Les politiques monétaires	133
3.1.2.1. Le contrôle de change et la dette extérieure	133
3.1.2.2. Les fuites de capitaux et le surendettement des pays	136
3.2. LES FACTEURS COMPORTEMENTAUX	139
3.2.1. Le comportement des débiteurs	140
3.2.1.1. Les comportements stratégiques favorables à une accumulation de la dette	140
3.2.1.2. La Dissimulation de la dette	143
3.2.2. Le comportement des créanciers	145
3.2.2.1. La sous-évaluation du risque	146
3.2.2.2. Les anticipations	147
3.3. LES FACTEURS EXOGENES DANS LE SURENDETTEMENT DES PAYS	150
3.3.1. Chocs extérieurs	150
3.3.1.1. Les chocs économiques	150
3.3.1.2. Les chocs financiers	152
3.3.2. Facteurs institutionnels	155
3.3.2.1. Système monétaire international	155
a. Les informations asymétriques et l'accumulation de la dette souveraine	156
b. La liquidité et la dette des pays	158
3.3.2.2. Le système de paiement européen	160
a. La duplication du crédit comme source de croissance de la dette	160

b. La solidarité bancaire et les déséquilibres extérieurs	165
CONCLUSION	169
CONCLUSION DE LA PARTIE 1	171
<b><u>PARTIE 2 :</u></b>	
<b><u>DE LA DETTE EXTERIEURE A LA DETTE SOUVERAINE : UNE APPROCHE STRUCTURELLE DES CRISES D'ENDETTEMENT EXTERIEUR</u></b>	<b>173</b>
<b>INTRODUCTION DE LA PARTIE 2</b>	<b>174</b>
<b>CHAPITRE 4 : DE LA MALFORMATION DE LA DETTE AU SURENDETTEMENT DES PAYS : UNE NOUVELLE APPROCHE D'UN PROBLEME QUI S'ETERNISE</b>	<b>176</b>
INTRODUCTION	176
4.1. THEOREME DE LA DETTE EXTERIEURE	178
4.1.1. De l'identité des paiements macroéconomiques à une pathologie macroéconomique : le double emprunt	179
4.1.1.1. L'aspect réel des paiements extérieurs	179
4.1.1.2. L'aspect monétaire des paiements extérieurs	183
4.1.2. Analyse de la parité du double emprunt	189
4.1.2.1. Analyse classique du coût des différents emprunts	190
a. Le double besoin de financement dans les analyses économiques classiques	190
b. Du double besoin de financement au coût unique des paiements du déficit extérieur	192
4.1.2.2. Analyse macroéconomique du coût du double emprunt	196
a. Financement du déficit par le compte financier et duplication	201
b. Financement des paiements extérieurs par l'emprunt monétaire	204
4.1.3. La duplication des paiements extérieurs et le chômage	207
4.1.3.1. Effet du côté du payeur : paiement en unité de monnaie domestique	208
4.1.3.2. Effet du côté du payé : paiements des exportateurs en devises	212
4.2. LE THEOREME DE L'INTERET	214
4.2.1. Équilibre de la balance commerciale et paiement des intérêts de la dette extérieure	215
4.2.2. Analyse de la charge du double service des intérêts	222



4.2.3. Généralisation du double service des intérêts	227
4.3. LA DUPLICATION DANS L'ANALYSE ECONOMIQUE INTERNATIONALE	233
4.3.1. L'analyse dominante et la duplication	234
4.3.2. Keynes et la duplication des paiements internationaux	237
CONCLUSION	241
<b>CHAPITRE 5 : LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL ET L'ETERNEL PROBLEME DE DETTE : UNE ANALYSE STRUCTURELLE DES PROBLEMES DE SERVICE DE LA DETTE INTERNATIONALE</b>	<b>243</b>
INTRODUCTION	243
5.1. LA THEORIE ECONOMIQUE DU DESENDETTEMENT	246
5.1.1. Le service de la dette et la trappe à liquidité	246
5.1.2. La stratégie de réduction de la dette et le vice de l'endettement	251
5.2. LES AJUSTEMENTS DE CHANGE ET LE SERVICE DE LA DETTE : DE LA VERTU AU VICE	254
5.2.1. Les fluctuations du taux de change dans les paiements extérieurs	255
5.2.2. Dépréciation et efforts de désendettement	258
5.2.3. Des mouvements de change aux crises monétaires	260
5.3. LE PROCESSUS DE REDUCTION DE LA DETTE ET LE CHOMAGE	262
5.3.1. Paiement extérieur et chômage	263
5.3.2. Le service de la dette et le chômage	265
5.4. PREUVE STATISTIQUE DE LA DUPLICATION DE LA DETTE EXTERIEURE : DE LA DUPLICATION DES PAIEMENTS A L'INSOLVABILITE DES PAYS	267
5.4.1. Approches statistiques de la dette extérieure	268
5.4.2. Etude de cas	271
CONCLUSION	279
<b>CHAPITRE 6 : LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL, LES DESEQUILIBRES GLOBAUX ET L'INSTABILITE FINANCIERE INTERNATIONALE</b>	<b>281</b>
INTRODUCTION	281
6.1. LES DESEQUILIBRES ET INSTABILITE	283
6.1.1. Les déséquilibres globaux et les divergences des données statistiques	286

6.1.2. Les déséquilibres globaux et les fuites des capitaux	289
6.1.3. La divergence comptable et les déséquilibres globaux	293
6.2. DUPLICATION DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX ET DESEQUILIBRES GLOBAUX	297
6.2.1. Les paiements en monnaie étrangère dans l'économie internationale	298
6.2.2. Paiement extérieur, marché de change et déséquilibres globaux	308
6.2.3. Les paiements extérieurs en monnaie de réserve et les déséquilibres globaux	312
CONCLUSION	317
<b>CONCLUSION DE LA PARTIE 2</b>	<b>319</b>
<b><u>PARTIE 3 :</u></b>	
<b><u>SORTIR DE LA CRISE D'ENDETTEMENT : QUELLE REFORME POUR UN ENDETTEMENT SAIN DES PAYS ?</u></b>	<b><u>321</u></b>
<b>INTRODUCTION DE LA PARTIE 3</b>	<b>322</b>
<b>CHAPITRE 7 : CRISES ET REDUCTION DE LA DETTE SOUVERAINE : UNE ANALYSE CRITIQUE DES PLANS DE SAUVETAGE FACE A LA PROLIFERATION DES CRISES</b>	<b>324</b>
INTRODUCTION	324
7.1. FONDEMENTS THEORIQUES DES PLANS DE SAUVETAGE	325
7.1.1. Théorie de la solvabilité souveraine	326
7.1.1.1. La solvabilité des pays : d'un concept objectif à un concept normatif	326
7.1.1.2. La solvabilité et les crises de dette extérieure	329
7.1.2. Du défaut de liquidité à la crise de la dette	333
7.1.2.1. Liquidité et défaut souverain	334
7.1.2.2. Liquidité, insolvabilité et défaut souverain	338
7.1.2.3. Défaut de liquidité ou défaut de moyens de paiement ?	340
7.2. PLAN DE SAUVETAGE ET CRISES DE DETTES SOUVERAINES	343
7.2.1. Les conditionnalités des programmes de sauvetage	343
7.2.1.1. Conditions d'ajustement interne	344
7.2.1.2. Les ajustements extérieurs	347
7.2.2. Les plans de sauvetage	351

7.2.2.1. La régulation du marché	352
7.2.2.2. Les programmes de liquidité	355
7.2.2.3. Les plans mixtes	359
CONCLUSION	365
<b>CHAPITRE 8 : DU SURENDETTEMENT A L'ORDRE DES PAIEMENTS EXTERIEURS : QUELLE REFORME LOCALE A UN PROBLEME GLOBAL ?</b>	<b>368</b>
INTRODUCTION	368
8.1. LE SURENDETTEMENT DES PAYS EN TANT QUE RESULTAT D'UNE DEFAILLANCE DE L'ARCHITECTURE MONETAIRE INTERNATIONALE	369
8.1.1. Le surendettement par emprunt lors du paiement des déficits extérieurs	370
8.1.2. La malformation de la dette lors du paiement des déficits extérieurs par le compte de réserves officielles	373
8.1.3. Le surendettement des pays sur le marché de Change lors des paiements extérieurs	375
8.2. LA REFORME DES PAIEMENTS EXTERIEURS DES PAYS ENDETTEES	378
8.2.1. Les principes de la réforme	379
8.2.2. Le département national	382
8.2.3. Le département des paiements extérieurs	387
8.2.3.1. Le prêt du Bureau	389
8.2.3.2. Le paiement monétaire	394
8.2.4. L'investissement du gain net	398
8.3. LA MISE EN ŒUVRE DU PLAN ET LES AVANTAGES AFFERENTS	400
8.3.1. Les mécanismes opérationnels	401
8.3.2. La simulation statistique de la réforme	407
8.3.3. Les avantages de la réforme	413
CONCLUSION	416
<b>CHAPITRE 9 : REFORME DES PAIEMENTS DANS LES COMMUNAUTES ECONOMIQUES ET MONETAIRES : CAS DE LA ZONE EURO</b>	<b>418</b>
INTRODUCTION	418

9.1. LES TENTATIVES EUROPEENNES POUR SE PROTEGER CONTRE LES PROBLEMES DE PAIEMENTS	420
9.1.1. Le serpent monétaire	422
9.1.1.1. Fondements théoriques du serpent monétaire	423
9.1.1.2. Limites de l'arrangement du serpent monétaire	425
9.1.2. Le système Monétaire Européen	429
9.1.2.1. Le mécanisme de change européen	429
9.1.2.2. Les limites	432
9.2. DE L'AUDACE A L'ILLUSION : L'EXPERIENCE DE L'EURO UNE REFORME INCOMPLETE	435
9.2.1. Architecture de la monnaie européenne	435
9.2.1.1. Processus de création de la monnaie unique	435
9.2.1.2. Les fondements théoriques de l'euro	438
9.2.2. Système de paiement européen et crise de la zone euro	439
9.2.2.1. Le système de paiement européen	439
9.2.2.2. La grande désillusion	442
9.3. VERS UNE VERITABLE REFORME DE L'ARCHITECTURE MONETAIRE EUROPEENNE	451
9.3.1. D'une Europe à une fédération : vers une véritable monnaie unique	452
9.3.1.1. Une monnaie unique européenne	452
9.3.1.2. Les implications	459
9.3.2. Un euro européen : vers le rêve européen	462
9.3.2.1. Vers une monnaie commune	462
9.3.2.2. Implications	468
CONCLUSION	471
<b>CONCLUSION DE LA PARTIE 3</b>	<b>473</b>
<b>CONCLUSION GENERALE</b>	<b>475</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>482</b>
<b><u>ANNEXES</u></b>	<b><u>540</u></b>

ANNEXE 1: MALFORMATION DE LA DETTE DANS LES ECONOMIES EMERGENTES	541
ANNEXE 2: POSITION EXTERIEURE DES PAYS DE LA ZONE EURO	547
ANNEXE 3: SIMULATION DE LA REFORME PAR PAYS	550
TABLE DES MATIERES	556