

IDÉES

« Avec le senior coronabond, les Etats européens pourraient emprunter sur les marchés obligataires en leur propre nom »

TRIBUNE

Lee C. Buchheit

Avocat international

Dans une tribune au « Monde », l'avocat américain Lee C. Buchheit, spécialiste des dettes souveraines, propose la création d'un titre de créance prioritaire sur le Trésor des Etats qui l'émettraient

Publié aujourd'hui à 07h00 | Lecture 5 min.

Article réservé aux abonnés

Tribune. Si le problème est clair, la solution est moins évidente. Les Etats membres de la zone euro affectés par le Covid-19 ont désespérément besoin de fonds pour financer leurs mesures anticrise. Malheureusement, certains d'entre eux pâtissent déjà d'une dette publique lourde et se retrouvent face à un marché obligataire désormais peu enclin à prendre le moindre risque. Comment lever les fonds nécessaires à des taux d'intérêt raisonnables ?

L'une des approches envisagées est de ressusciter l'idée d'émettre un instrument obligataire, un « coronabond » mutualisant le risque crédit de l'ensemble de la zone euro. Mais cette idée ravive en Europe le vieux débat Nord-Sud sur les risques d'aléa moral : ce serait en effet permettre à des Etats dont le risque crédit est élevé de profiter de la situation plus favorable des autres. Ce débat a divisé l'Europe au cours des dix dernières années, et il y a aujourd'hui un risque qu'il ne soit pas résolu à temps pour aider les pays submergés par la crise du Covid-19.

Des précautions nécessaires

Il est une autre voie par laquelle l'Europe pourrait manifester sa solidarité à l'égard des pays les plus affectés, sans obliger les Européens du Nord à avaler la pilule d'un eurobond mutualisé : permettre aux Etats les plus touchés par la crise d'emprunter sur les marchés obligataires en leur nom propre, mais avec un instrument juridiquement « senior », c'est-à-dire bénéficiant d'une priorité de remboursement par rapport à leurs autres obligations. Appelons-le « senior coronabond » (SCB).

La plupart des grands pays européens émettent des obligations régies par leur propre droit national. Leur Parlement jouit ainsi d'une certaine marge pour modifier leur législation en réponse à une crise. Ici, la modification consisterait à conférer aux SCB une primauté par rapport aux autres obligations souveraines, c'est-à-dire à en faire en pratique une créance prioritaire sur le Trésor public. En 2012, le Parlement grec a adopté une loi visant à faciliter la restructuration de 206 milliards d'euros d'obligations d'Etat grecques. Cette loi fut contestée devant les tribunaux grecs, allemands et autrichiens, dans une procédure arbitrale fondée sur un traité d'investissement d'Etat à Etat, ainsi que dans une procédure devant la Cour européenne des droits de l'homme. La validité de la mesure adoptée par le Parlement grec a survécu à ces contestations.

« Aucun paiement ne pourrait être honoré sur les prêts officiels tant que des senior coronabonds restent impayés »

Mais qu'en est-il des obligations d'un Etat débiteur qui ne seraient pas régies par son droit national, et par conséquent hors de portée d'une intervention de son Parlement ? Afin de rendre les SCB attractifs pour de nouveaux investisseurs, les institutions détentrices de telles obligations appartenant au « secteur officiel » (mécanisme européen de stabilité – MES –, Banque européenne d'investissement, Fonds monétaire international et autres créanciers publics bilatéraux) pourraient être invitées à subordonner volontairement leurs créances en faveur des SCB : aucun paiement ne pourrait être honoré sur ces prêts officiels tant que des SCB restent impayés. Les créanciers du secteur officiel qui accepteraient de subordonner leurs créances s'engageraient, lorsque des SCB sont en défaut de paiement, à remettre tout paiement qu'ils pourraient recevoir en priorité aux détenteurs desdits SCB. Cette subordination ne signifierait pas un effacement par les institutions du secteur officiel de leurs créances désormais subordonnées, mais une simple reconnaissance de la priorité de paiement bénéficiant aux SCB.

L'effet attendu de ces mesures serait de permettre à des investisseurs potentiels en SCB de considérer le pays débiteur comme essentiellement non endetté, l'ensemble des autres obligations du pays ayant été subordonnées aux SCB soit par une loi nationale, soit par une subordination volontaire. En tant qu'obligation jouissant d'une priorité sur l'ensemble des ressources financières du pays débiteur, les SCB bénéficieraient d'un taux d'intérêt très inférieur à celui grevant ses autres obligations.

Seul le crédit de l'Etat débiteur est en jeu

Certaines précautions sont naturellement nécessaires. En premier lieu, la subordination ne fonctionne que si elle est mise en œuvre de manière ciblée et transparente. En effet, la valeur d'une priorité juridique pour un créancier s'affaiblit en proportion directe de la taille globale du stock de dette bénéficiant de cette priorité. De plus, la création d'un volume important d'obligations « senior » mettra inévitablement sous pression les taux d'intérêt imposés à l'Etat débiteur lorsqu'il émettra des obligations (désormais subordonnées) dans ses opérations de refinancement courantes. Enfin, si les créanciers du secteur officiel sont susceptibles d'accepter de se subordonner à un financement d'urgence au vu de la crise actuelle, ils n'accepteront pas de subordonner leurs créances à une catégorie illimitée de dette « senior ». Il en résulte que l'émission de SCB par quelque pays que ce soit devrait être étroitement calculée et limitée en taille. Le montant doit être connu à l'avance afin de ne pas inquiéter les détenteurs des autres instruments obligataires du pays, et doit faire l'objet d'un accord sur les conditions d'émission avec les créanciers du « secteur officiel » qui y participent.

Lire aussi | [Face au coronavirus, l'Union européenne cherche solidarité désespérément](#)

Une émission de SCB devrait avoir sur les investisseurs le même effet qu'un nouvel emprunt d'un montant équivalent auprès du MES. Les traités européens confèrent en effet à cette institution le statut de « créancier privilégié ». Si ce statut est respecté en pratique, un prêt du MES subordonne les créanciers existants de la même manière que le fera un SCB. La différence est que les contribuables européens sont garants en dernier ressort d'un prêt du MES, tandis qu'avec le SCB seul le crédit de l'Etat débiteur est en jeu. C'est une différence importante pour vaincre les réticences allemandes et néerlandaises à utiliser le MES.

Les senior coronabonds permettraient aux pays frappés par le Covid-19 de financer leurs mesures anticrise en empruntant en leur nom propre et sur la base de leur propre crédit. Les autres membres de la zone euro favoriseraient cet objectif par une subordination ciblée de leurs créances institutionnelles sur ces pays, sans avoir à renforcer par leur propre crédit les instruments obligataires concernés, comme ils le feraient directement avec un eurobond, ou indirectement via des prêts du MES.

¶ **Lee C. Buchheit** est avocat international, membre du comité scientifique de la chaire sur la dette souveraine de Sciences Po. Il conseille depuis les années 1980 la plupart des gouvernements (Argentine, Uruguay, Mexique, Irak, Grèce) confrontés à des crises de dette souveraine et aux actions en justice des « fonds vautour ».