

Documents de travail

**« Devenir un émetteur sûr sans être un État souverain :
le cas de l'émission d'obligations par la Communauté
européenne du charbon et de l'acier (1954-1980) »**

Auteurs

Marion Tosolini, Yamina Tadjeddine, Caroline Vincensini

Document de Travail n° 2026 – 02

Janvier 2026

Bureau d'Économie
Théorique et Appliquée
BETA

<https://www.beta-economics.fr/>

Contact :
jaoulgrammare@beta-cnrs.unistra.fr

Devenir un émetteur sûr sans être un État souverain : le cas de l'émission d'obligations par la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (1954-1980)

Marion Tosolini*, Yamina Tadjeddine†, Caroline Vincensini‡§

Résumé

Si la littérature en histoire économique a étudié en profondeur le développement des marchés de dette souveraine et les mécanismes de réputation financière, peu a été dit sur la dette des institutions internationales et européennes. Cet article ambitionne de conceptualiser et d'étudier empiriquement la perception qu'ont les investisseurs des emprunteurs « quasi-souverains » comme l'Union Européenne et ses ancêtres. L'article a deux objectifs. Premièrement, il conceptualise le risque de crédit dans le cas des quasi-souverains. Puis il étudie le développement graduel de la réputation financière de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (CECA) de 1954 à 1980. À partir d'archives historiques et de données quantitatives, l'étude montre que la CECA, bien que nouvelle et inconnue en 1954, est progressivement devenue un emprunteur réputé sur les marchés financiers. Cela lui a permis d'emprunter à des conditions financières favorables voire meilleures que celles de certains États membres. Ce cas historique éclaire d'un nouveau jour les débats actuels sur la dette et la réputation financière de l'Union Européenne.

Mots-clés : dette européenne, souveraineté, construction européenne, réputation financière, dette publique

Codes JEL : E02, F36, G23, H6, N14, N2

*Université de Lorraine, BETA, 54000, Nancy, France. <https://ror.org/05em8ne27>; marion.tosolini@univ-lorraine.fr

†Université de Lorraine, BETA, 54000, Nancy, France. <https://ror.org/05em8ne27>; yamina.fourneyron@univ-lorraine.fr

‡ENS Paris Saclay, CNRS, IDHES, 911190 Gif sur Yvette. caroline.vincensini@ens-paris-saclay.fr

§Ce travail s'inscrit dans le cadre de l'Institut Thématisque Interdisciplinaire MAKERs du programme ITI 2021-2028 de l'Université de Strasbourg, du CNRS et de l'INSERM. Il a bénéficié du soutien financier de l'IdEx Unistra (ANR-10-IDEX-0002), et du/de(s) financement(s) au titre du Programme Investissement d'Avenir dans le cadre du/des projets SFRI STRAT'US (ANR-20-SFRI-0012).

Les auteures remercient aussi les participants au Workshop EFNUM 2025, à la conférence EAEPE 2025, aux congrès de l'AFEP et de l'AFS pour leurs remarques et du séminaire RECRI- SSFA. Elles restent seules responsables des erreurs et omissions.

1 Introduction

« En définissant sa politique d'emprunt et de garantie, la Haute Autorité doit avoir comme préoccupation essentielle, la protection et le développement de son crédit qui vient de s'affirmer à l'occasion de l'emprunt américain.¹ »

Haute Autorité de la CECA, 18 juin 1954.

En avril 2024, l'Union Européenne (UE) a soumis une demande à l'Intercontinental Exchange et à la MSCI, deux sociétés financières qui produisent des indices boursiers. La demande portait sur le statut des obligations financières de l'UE dans les indices : l'Union souhaitait que ses obligations soient classifiées comme obligations souveraines². La demande a échoué : les deux entreprises financières ont choisi de laisser les obligations européennes dans la catégorie des obligations des entités supranationales, comme les agences supranationales, telles que la Banque Mondiale ou le FMI, et non pas de les considérer comme des États pleinement souverains. Pour autant, les taux d'intérêt de ces obligations de l'UE sont comparables voire inférieurs à ceux des États membres européens. L'UE n'est donc pas qualifiée de souverain au regard des catégories des agences financières mais ses obligations sont perçues avec le même niveau de risque et de rentabilité que des États souverains. C'est ce paradoxe qu'explore cet article : comment devenir un actif considéré sur les marchés financiers comme sans risque quand l'émetteur n'est pas souverain ?

La quête de la reconnaissance du statut de *safe asset* par une institution non souveraine remonte en Europe à l'époque de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (CECA). Constituée en 1952, la CECA disposait d'un budget supranational ne dépendant pas de contributions des États membres et elle finançait ses politiques principalement par le recours aux emprunts, dès 1954 et jusqu'en 1997. Inconnue des investisseurs, l'institution européenne a dû acquérir une réputation d'emprunteur solvable afin de pouvoir émettre sur les marchés internationaux des capitaux qui étaient régulés par chaque espace national. Comme l'illustre la citation débutant cette introduction, les fonctionnaires européens insistaient, dans leurs discours, sur la nécessité d'établir le « crédit » financier de la Communauté, expression utilisée alors pour évoquer sa réputation. Faire reconnaître la CECA comme un emprunteur sûr et non risqué fut un de leurs objectifs prioritaires dès les années 1950.

Si l'étude de la CECA constitue le fil conducteur du présent article, celui-ci ambitionne plus largement de questionner la formation de la crédibilité sur les marchés financiers quand l'émetteur est dépourvu de réputation financière, ce qui interdit de le

1. Archives Historiques de la Commission Européenne (AHCE), Haute Autorité de la CECA, « Note sur les principes de gestion financière de la Haute Autorité », 18 juin 1954. Doc n°3937/3/54. Inventaire 10/2020 – 114.

2. <https://www.omfif.org/2024/08/eus-sovereign-ambition-in-capital-markets-suffers-setback-for-now/>

classer dans une catégorie statistique ou réglementaire existante. Cette interrogation ne se pose évidemment plus aujourd’hui pour un État reconnu, à qui d’emblée sera attribué le statut d’émetteur souverain. Les travaux d’histoire financière sur la dette publique et sur les emprunts obligataires ont en revanche déjà abordé cette question. Ils ont mis l’accent sur l’émergence des marchés de dette souveraine et la construction de la réputation financière (CASSIS 2008 ; EICHENGREEN et al. 2019 ; FLANDREAU et FLORES 2009, 2012 ; TOMZ 2011). Accomintotti et al. (2011) et Carruthers (2022) ont aussi analysé le développement des catégories financières des investisseurs. Ces recherches permettent de comprendre comment et pourquoi les souverains sont devenus des emprunteurs réputés sur les marchés obligataires. Cependant, ces études se concentrent principalement sur la dette des États souverains. Très peu de recherches ont étudié la réputation financière d’institutions hybrides, à l’exception de l’article d’Accominotti et al. (2011) sur la perception du risque financier pour les colonies britanniques au XIX^{ème} siècle, qui n’étaient pas considérées par les investisseurs comme des emprunteurs souverains. Nous proposons d’étendre cette perspective historique afin de conceptualiser la construction de la réputation financière de la CECA, un émetteur « quasi-souverain ». Nous qualifions ainsi toutes les institutions publiques qui ont certains attributs de souveraineté mais qui dépendent d’un pouvoir souverain supérieur – par exemple les colonies, l’Union Européenne ou la CECA. La définition du « quasi-souverain » que nous proposons se nourrit de travaux de science politique et de droit explorant la notion de souveraineté.

Notre article a un triple objectif. Le premier est de caractériser théoriquement le quasi-souverain. Le deuxième est de construire un ensemble d’indicateurs évaluant la réputation d’un émetteur, qu’il soit souverain ou quasi-souverain. À partir de cette double conceptualisation, nous étudions les emprunts de la CECA et retracçons le processus par lequel cette institution a acquis une réputation d’émetteur non risqué sur les marchés financiers bien qu’il ne soit pas souverain.

L’article contribue ainsi de manière triple à la littérature. D’abord, à travers sa perspective interdisciplinaire entre économie, droit, sociologie et histoire, il propose une approche nouvelle de la notion de souveraineté et de quasi-souveraineté. Deuxièmement, avec la conceptualisation du risque de crédit (quasi-)souverain, nous complétons les travaux d’histoire économique sur la réputation financière. Enfin, en étudiant les emprunts de la CECA, nous éclairons un aspect souvent oublié en histoire de l’intégration européenne : l’histoire des émissions des institutions européennes avant la création de l’Union Européenne.

L’article est organisé comme suit : la section suivante propose une conceptualisation du risque de crédit souverain et quasi-souverain. La troisième partie identifie des indicateurs permettant d’évaluer la qualité d’un émetteur (le risqué associé). La quatrième partie étudie comment la CECA est parvenue à devenir un emprunteur non risqué sur les marchés des capitaux des années 1950 aux années 1970. La cinquième partie conclut.

2 Conceptualisation de la qualité d'un emprunteur public

Un emprunt lie deux agents dans le temps, sous une forme de promesse de remboursement (CARRUTHERS 2022). Le prêteur est exposé au risque de crédit, car il ne peut pas être certain que l'emprunteur remboursera effectivement sa dette. Une littérature abondante en économie financière et en socio-économie s'est intéressée aux critères (socio-)économiques mobilisés pour évaluer la qualité de l'emprunteur. Parmi ces travaux, certains ont étudié les emprunteurs publics, habituellement qualifiés de souverains.

2.1 Qu'est-ce qu'un emprunteur souverain ? Une revue de littérature inter-disciplinaire

Le rapport de dette s'établit sur les marchés financiers entre deux parties contractantes : l'émetteur d'un titre de dette (le débiteur) et les investisseurs qui achètent le titre (les créanciers). Cependant, la transaction n'a lieu qu'à condition que le créancier suppose qu'il récupérera son dû à la fin de la période. C'est ce qui est théorisé en économie bancaire par la notion de solvabilité et mesuré par le *risque de crédit*, i.e. le risque de non-remboursement de la dette par l'émetteur. Plus ce risque est élevé, moins le créancier est incité à acheter les titres de dette, ou alors il exigera une contrepartie, à savoir des intérêts plus élevés. Le taux d'intérêt appliqué aux titres financiers d'un emprunteur est censé refléter le risque qui lui est associé : plus le taux demandé par les créanciers est élevé, plus ils perçoivent l'emprunteur comme risqué. Cependant, en pratique, la fixation du prix des titres financiers et l'appréciation de la qualité des emprunteurs se font différemment lorsque les émetteurs sont publics, notamment lorsque ce sont des États souverains (ACCOMINOTTI et al. 2011 ; FLANDREAU et ZUMER 2009). Cette distinction des emprunteurs souverains trouve sa légitimité dans différents registres.

Les travaux de sociologie et d'histoire économique ont mis en avant les raisons pour lesquelles un État souverain est un emprunteur spécifique aux yeux des créanciers sur les marchés obligataires (CARRUTHERS 2022 ; OOSTERLINCK 2018). L'existence infinie des États et leur capacité à lever l'impôt sont mises en avant pour expliquer cette différenciation de la dette publique par rapport aux dettes privées. Le fait qu'un État ne disparaît jamais réduit intrinsèquement son risque de défaut et modifie la manière d'évaluer la solvabilité des emprunteurs souverains (CARRUTHERS 2022 ; GELPERN 2012). De plus, les ressources budgétaires d'un État sont particulières par rapport aux revenus des entreprises et des ménages car le souverain peut lever l'impôt. La capacité à taxer la population assure aux créanciers que l'État disposera de ressources budgétaires afin de rembourser sa dette (CARRUTHERS 2022 ; FLORES ZENDEJAS 2015 ; GELPERN 2012 ; LEMOINE 2024).

En théorie monétaire, les études montrent que disposer d'un pouvoir monétaire change fondamentalement la nature de l'emprunteur souverain par rapport aux autres. Avoir le contrôle d'une devise nationale est un gage de souveraineté (PISTOR 2017). Un souverain qui emprunte dans sa devise diminue son risque de défaut, car il pourra utiliser son pouvoir monétaire en cas de difficultés (FLORES ZENDEJAS 2015 ; GELPERN 2012 ; PISTOR 2017).

Au-delà de ces critères économiques, les études juridiques ont mis en avant la centralité du droit dans les rapports de dette (GELPERN 2012 ; PANIZZA et al. 2009 ; PISTOR 2020 ; WEIDEMAIER et GULATI 2015). D'abord, le souverain fait le droit et peut utiliser ce pouvoir pour construire le marché de sa dette publique. Par son pouvoir coercitif et incitatif, un État peut orienter ou obliger les décisions des créanciers, en leur accordant des exonérations fiscales ou en leur imposant d'acheter ses titres financiers. Historiquement, ces pouvoirs d'exonération et d'obligation d'achat ont permis aux États de créer les marchés de dette publique (CARRUTHERS 2022 ; DEGORCE et MONNET 2024).

Mais, surtout, du point de vue juridique, les États jouissent d'une immunité souveraine, qui les protège d'attaques devant les tribunaux : jusqu'aux années 1970, en matière de transactions financières, les États souverains ne pouvaient pas être jugés par des tribunaux étrangers en cas de non-remboursement de leur dette (immunité souveraine). Le fait de pouvoir se placer sous sa propre juridiction, même en cas de transaction financière effectuée à l'étranger, est une force pour un souverain. C'est actuellement le cas des pays du Nord Global mais pas du Sud Global (LEMOINE 2024).

La littérature adossée sur la réalité des pratiques pointe donc les spécificités de l'emprunteur souverain par rapport aux autres emprunteurs du marché, mais peu de recherches ont tenté de systématiser ces spécificités et d'en offrir un cadre cohérent unique. Nous proposons une grille d'analyse résumant les caractéristiques des emprunteurs souverains sur les marchés obligataires.

2.2 Les attributs de la souveraineté

À partir de ces différents travaux de domaines disciplinaires variés, nous avons regroupé ce que nous nommons les *attributs de souveraineté*. Ces derniers renvoient aux caractéristiques attachées au souverain qui changent le rapport de dette entre le souverain et les créanciers par rapport aux autres emprunteurs sur les marchés obligataires. Parmi toutes les spécificités du souverain, nous n'avons retenu que les attributs qui modifient le rapport de dette. Ainsi, un attribut traditionnel du souverain en philosophie politique et en droit est le pouvoir sur un territoire et une population. Or ce critère n'est pas pertinent pour penser le rapport de dette, sauf si on lui donne une traduction financière : le pouvoir sur la population se traduit financièrement par le pouvoir de lever l'impôt et de pouvoir obliger ses citoyens à acheter ses titres de dette.

Ces attributs de souveraineté changent la nature même du rapport de dette entre

emprunteur et créanciers. Du fait de sa durée de vie infinie ainsi que de son pouvoir de lever l'impôt, un souverain ne peut *théoriquement* et *a priori* pas faire défaut sur sa dette. Cela procure à la dette publique un statut particulier sur les marchés financiers car elle est alors considérée comme un *safe asset*, c'est-à-dire un actif financier non risqué et dont on ne craint pas qu'il perde sa valeur (GELPERN et GERDING 2015). En conséquence, dans le cas des souverains, il s'agit moins de savoir si l'emprunteur peut rembourser sa dette, car il en a la capacité *a priori*, mais plutôt de savoir s'il veut et va la rembourser (*ibid.*). Le jugement repose sur la crédibilité (*credibility*) du souverain, entendue comme un engagement à rembourser sa dette (qui peut passer par des formes différentes) – *willingness to pay*. Ainsi, plus un émetteur souverain est considéré comme crédible dans son engagement à rembourser, plus il sera vu comme sûr par les créanciers et pourra emprunter à de meilleures conditions financières. L'appréciation de la crédibilité d'un État se construit et évolue dans le temps long en fonction de la répétition des emprunts.

Le tableau 1 résume les attributs qui, pour nous, font du souverain un emprunteur particulier sur les marchés obligataires par rapport aux autres emprunteurs.

TABLE 1 – Les attributs de souveraineté

| Attributs |
|---|
| Capacité à faire le droit et jouir d'une immunité souveraine |
| Capacité à lever l'impôt |
| Existence infinie |
| Capacité à jouir d'un pouvoir monétaire |
| Capacité à exonérer ou obliger l'achat de titres financiers |
| Capacité à faire exister, contrôler et soutenir la place financière nationale |

Source : Auteures.

Un emprunteur souverain est présumé détenir ces six attributs qui garantissent sa solvabilité. Cependant, la littérature s'arrête souvent sur cette distinction classique entre emprunteur souverain et emprunteur privé, laissant de côté l'ensemble des institutions publiques hybrides quasi-souveraines.

2.3 Comment qualifier les émetteurs quasi-souverains ?

À côté des souverains et des gouvernements centraux, il existe aussi des emprunteurs hybrides, qui ne correspondent ni à des souverains, ni à des emprunteurs privés : les quasi-souverains (GELPERN 2012). Par exemple, Accomino et al. (2011) ont montré que la construction de la réputation financière des colonies est un fait en soi, et non pas un simple transfert de la crédibilité de l'État colonial dont elles dépendaient. Au XIX^{ème} siècle, à Londres, les investisseurs considéraient les titres émis par les colonies de l'Empire britannique différemment des titres émis par le gouvernement britannique, et les auteurs concluent : « the very phrase ‘sovereign debt’ is inadequate in the colonial

context ». En définissant la catégorie de quasi-souverains, nous proposons d’approfondir la conceptualisation de la spécificité des emprunteurs non souverains mais qui aspirent à être perçus comme tels.

La catégorie des quasi-souverains désigne des institutions publiques qui possèdent certains attributs du souverain (ou prétendent en avoir) mais qui ne sont pas considérées comme équivalentes à un souverain. Leur caractéristique centrale réside dans le fait qu’ils dépendent d’une autorité plus souveraine qu’eux. C’est le cas par exemple de l’Union Européenne, de la Banque Mondiale, ou de la CECA, toutes trois dépendant des États membres souverains qui les constituent. La principale différence entre un quasi-souverain et son souverain réside dans la capacité à faire le droit et le rapport de force qui en découle avec les créanciers. Ainsi, Accomino et al. (2011) montrent que le pouvoir des créanciers sur les colonies était soutenu par une « variété d’arrangements de pouvoir » leur permettant d’être assurés du remboursement de la dette, alors qu’ils ne disposaient pas d’un pouvoir équivalent sur les États souverains qui jouissaient d’une immunité absolue les rendant difficilement attaquables dans le cas d’un refus de remboursement de dette. Le tableau 2 reprend les attributs de souveraineté identifiés plus haut, et les applique à différents cas de quasi-souverains. Il montre le caractère hybride de ces institutions, variable selon le contexte historique et institutionnel de leur création et des pouvoirs qui leur sont attribués. Il met en lumière la diversité des quasi-souverains et de la perception financière qui en découle. Par exemple, la Banque Mondiale ou la Communauté Économique Européenne n’ont (n’avaient) pas de pouvoir de lever l’impôt, tandis que la CECA pouvait prélever une taxe sur les entreprises, ce qui change la nature du risque financier et les garanties sur lesquelles les emprunts pouvaient être assis. À l’inverse, elles ont une existence infinie, alors que la CECA n’était établie que pour 50 ans, ce qui modifie également la perception de la solvabilité de ces emprunteurs. Le tableau 2 montre que l’évaluation des emprunteurs quasi-souverains varie car leurs attributs de souveraineté diffèrent.

TABLE 2 – Les attributs de souveraineté et les quasi-souverains

| Attributs | CECA | CEE | Banque mondiale | Colonies ³ |
|---|---------|-------------------------------|-----------------|-----------------------|
| Capacité à faire le droit et jouir d’une immunité souveraine | RELATIF | RELATIF | RELATIF | NON |
| Capacité à lever l’impôt | OUI | NON ou par le biais des États | NON | NON indiqué |
| Existence infinie | NON | OUI | OUI | OUI |
| Capacité à jouir d’un pouvoir monétaire | NON | NON | NON | NON |
| Capacité à exonérer ou obliger l’achat de titres financiers | NON | NON | NON | NON |
| Capacité à faire exister, contrôler et soutenir la place financière nationale | NON | RELATIF | NON | NON |

Source : Auteures.

3. À partir de Accomino et al. (2011).

Dans le cas d'un quasi-souverain, les prêteurs doivent questionner à la fois sa capacité de rembourser son dû, comme tout emprunteur privé, et sa volonté de le faire (crédibilité), compte tenu de sa proximité avec la puissance publique. La répétition des emprunts et l'inscription de ces emprunts dans une communauté financière permettent d'évaluer la qualité de la signature du quasi-souverain. Pour étudier la construction de la réputation d'un émetteur quasi-souverain, il faut ainsi suivre dans le temps l'histoire des émissions obligataires de cet emprunteur.

3 Évaluation sociale de la qualité d'un émetteur quasi-souverain

L'objectif de cette présente partie est de définir des indicateurs qui, pris ensemble, permettent d'inférer *ex-post* l'opinion des acteurs des marchés financiers quant à la réputation d'un emprunteur. Pour ce faire, nous dressons une liste d'indicateurs, en combinant ceux identifiés par Flandreau & Flores (2012) sur les emprunteurs souverains et par Accomintotti et al. (2011) sur les colonies, auxquels nous ajoutons des indicateurs supplémentaires. Pris ensemble, ces indicateurs mesurent la crédibilité d'un emprunteur. Nous distinguons les indicateurs *de facto*, qui relèvent des pratiques sur les marchés financiers, et les indicateurs *de jure*, qui sont des éléments juridiques inscrits dans le droit et dans les contrats financiers.

3.1 Les indicateurs *de facto* identifiés en histoire économique

Les travaux d'histoire économique (ACCOMINOTTI et al. 2011 ; ESTEVES 2013 ; FLANDREAU et FLORES 2009, 2012) distinguent une série d'indicateurs *de facto* révélant la qualité de l'emprunteur. Le taux d'intérêt des titres financiers, prix de la dette sur le marché, révèle le risque associé à l'émetteur : plus le taux est élevé, plus cela signifie que les créanciers considèrent les titres comme risqués. Dans la suite, plutôt que le taux en soi, nous proposons d'observer le *spread de taux*, c'est-à-dire la différence entre le taux appliqué à l'emprunteur étudié et celui appliqué à un emprunteur de référence considéré comme sans risque (le Trésor US, le gouvernement allemand, etc.).

Mais les études sociales de la finance (CHAMBOST et al. 2018) soulignent que les marchés ne sauraient se résumer aux seules séries de prix. Une transaction financière est encastree dans des relations sociales. Ces relations s'avèrent intéressantes à considérer pour caractériser et différencier la qualité des émetteurs (FLANDREAU et FLORES 2009). Ainsi, la réputation des intermédiaires financiers participant à l'émission des obligations renseigne sur le risque de l'emprunteur : lorsqu'une banque très réputée accepte de se charger de l'émission des obligations d'un État, elle envoie le signal que cet État est crédible. Il y a un transfert de réputation de la banque vers l'État emprunteur (FLANDREAU

et FLORES 2009 ; GRITTERSOVÁ 2014). Au-delà du taux d'intérêt, les caractéristiques de l'émission obligataire renseignent aussi sur la qualité d'un emprunteur : date de l'émission, montant, taux d'intérêt à l'émission, contractant, lieu de paiement des coupons et statut de la dette s'il existe des paiements non effectués. Enfin, la performance de l'obligation sur le marché secondaire est un autre indicateur de la réputation (FLANDREAU et FLORES 2009). En plus de ces indicateurs, nous en ajoutons d'autres : la fréquence des émissions et le prix d'émission. Ces indicateurs permettent de voir si c'est l'offre ou la demande de capitaux qui rationne les émissions. Lorsque les émissions sont limitées par l'offre de capitaux, cela est un signe que l'émetteur est perçu comme risqué : les créanciers ne veulent pas s'engager de manière pérenne dans l'achat de titres. Au contraire, un émetteur sûr a la capacité à rationner ses titres : c'est lui qui décide quand il émet et à quel volume. Nous observerons également des indicateurs de liquidité des titres financiers : les spreads de taux, la notation financière, et l'éligibilité ou non des titres comme collatéraux.

3.2 Les qualités *de facto* et *de jure* d'un *safe asset*

Les contrats financiers s'inscrivent dans un environnement juridique et réglementaire (PISTOR 2020 ; WEIDEMAIER et GULATI 2015). Au-delà des prix et des indicateurs liés aux opérations financières (indicateurs *de facto*), des facteurs juridiques (indicateurs *de jure*) peuvent préciser la qualité des émetteurs quasi souverains. A la suite de la littérature, nous avons identifié cinq indicateurs *de jure* : le type d'intermédiaires et de procédures d'émissions utilisés, la juridiction sous laquelle est placée l'émission (nationale ou étrangère), le libellé du contrat (utilisation de la devise nationale ou étrangère), les garanties demandées par les créanciers et les informations données concernant la nature de l'investissement (pré-affectation des fonds prêtés ou pas).

Les indicateurs *de jure* reflètent le pouvoir que l'emprunteur exerce dans le rapport avec les créanciers. Ils traduisent la souveraineté dans les contrats financiers : lorsque le souverain parvient à se mettre sous sa juridiction et à émettre dans sa devise, il impose sa souveraineté légale et monétaire dans le rapport de force avec les créanciers. De même, seul un emprunteur très réputé parvient à constituer et à imposer son réseau d'émission en donnant l'exclusivité à certains acheteurs, les *primary dealers*; tandis qu'un emprunteur moins réputé est dépendant du bon vouloir des intermédiaires financiers qui acceptent ou non de se charger de ses émissions.

L'ensemble des indicateurs *de jure* et *de facto* donne une mesure du jugement, par la communauté financière, de la qualité d'un émetteur d'obligations. Le tableau 3 récapitule l'ensemble des indicateurs permettant d'évaluer la qualité d'un emprunteur et en donne les modalités possibles en indiquant celles que prend un *safe asset*. La partie suivante analyse ces indicateurs pour les emprunts de la CECA pour mettre en évidence la perception de son risque par les créanciers afin d'en retracer l'histoire. Elle montre

comment l'institution européenne, bien qu'inconnue des créanciers dans les années 1950, est devenue un emprunteur non risqué sur les marchés des capitaux.

TABLE 3 – Les indicateurs de la qualité d'un émetteur obligataire

| | Indicateurs | Modalités possibles | Modalités d'un <i>safe asset</i> |
|-----------------------------|--|---|---|
| Indicateurs de <i>jure</i> | Brokers and dealers* | Petites banques, Banques réputées, Réseau de banques prestigieuses (e.g <i>primary dealers</i>) | L'emprunteur choisit son réseau de <i>primary dealers</i> |
| | Juridiction | Étrangère, Domestique | Domestique |
| | Devise | Monnaie internationale, Monnaie étrangère, Monnaie nationale | Monnaie nationale |
| | Garanties | Fortes et strictes, Limitées, Aucune | Aucune |
| | Informations sur la nature de l'investissement | Informations détaillées, Peu d'informations, Aucune | Aucune |
| Indicateurs de <i>facto</i> | Montants empruntés* | Faibles, Moyens, Forts | Forts |
| | Fréquence des émissions | Faible, Moyenne, Forte | Forte |
| | Utilisé et reconnu comme collatéral (norme) | Ne peut pas être un collatéral, Peut l'être mais pas au pair, Valeur au pair | Valeur au pair |
| | Spreads de taux d'intérêt | Positifs et élevés, Positifs <1, Nuls ou négatifs | Nuls ou négatifs |
| | Notation financière | Aucune, Mauvaise (B à D), Bonne (>A) | AAA |
| | Prix d'émission* | <100%, =100%, >100% | =>100% |
| | Performance de l'obligation sur le marché secondaire* ⁴ | | |
| Indicateurs de contexte | Date de l'émission* | | |
| | Place du paiement du coupon* | | |
| | Contractor* | | |
| | Statut de la dette* | | |

On inscrit * quand l'indicateur se trouve chez Flandreau & Flores (2009) ou Accominotti et al. (2011).
Source : Auteures.

4. Nous regroupons en une seule catégorie ici l'ensemble des indicateurs étudiés par Flandreau et

4 La dette de la CECA : comment un emprunteur quasi-souverain devient-il crédible ?

Après avoir défini la catégorie des emprunteurs quasi-souverains et identifié les indicateurs pour les étudier, nous appliquons notre cadre à un cas empirique : la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, un émetteur quasi-souverain qui parvient à devenir très réputé à la fin des années 1970.

4.1 Brève présentation de la CECA

La CECA est créée en 1952 à la suite de la signature du traité de Paris de 1951 entre six pays européens : la France, l'Allemagne, l'Italie, la Belgique, le Luxembourg et les Pays-Bas. Son objectif principal est l'établissement d'un marché commun concurrentiel du charbon et de l'acier permettant la modernisation de la production, l'expansion économique, le développement de l'emploi et la hausse du niveau de vie (article 2 du traité de la CECA). Son organe exécutif, la Haute Autorité, est établi à Luxembourg ; et ses membres, indépendants des États, sont nommés par accord entre les six gouvernements. Cette Haute Autorité dispose d'un budget supranational indépendant des États membres, dont les recettes proviennent d'un impôt (une taxe sur la production des entreprises du charbon et de l'acier) et des emprunts (contraction d'une dette). Sur l'ensemble de sa période d'existence (1952-2002), la Haute Autorité de la CECA s'est principalement financée par des emprunts, ce qui a nécessité qu'elle ait accès dans de bonnes conditions à des financements sur les marchés financiers. Elle a contracté environ 1000 emprunts pour un montant total de 26,5 milliards de dollars états-unis courants. Ces emprunts ne pouvaient être utilisés que pour consentir des prêts aux entreprises de la Communauté, afin de soutenir l'investissement. Afin de se financer dans les meilleures conditions, la CECA se présente, dans ses communications, comme une forme de gouvernement européen et comme le début d'un fédéralisme européen, alors qu'elle est juridiquement reconnue sur les marchés des capitaux comme organisation internationale. Son budget supranational lui donne un avantage majeur, car il ne dépend pas des États membres souverains. Étudier les emprunts effectués par la CECA offre ainsi un cas d'étude intéressant d'un emprunteur quasi-souverain qui cherche à émettre des obligations à partir de 1954.

4.2 La CECA comme quasi-souverain

La CECA offre un cas d'étude intéressant de perception du risque associé à un émetteur, car elle correspond à un quasi-souverain. Organisation internationale du point de

Flores (2009) sur la performance des obligations une fois émises (run-up, performance à 3 mois, évolution du prix, et le taux de rendement de l'obligation).

vue du droit, elle constitue cependant une institution nouvelle ni équivalente à un État, ni totalement équivalente à une institution internationale, en tant que regroupement d'États européens. Le tableau 2 identifiait les attributs de souveraineté de la CECA. Elle bénéficiait de certaines immunités⁵, et sa création entraîne celle de la Cour de Justice, qui peut sembler être le début d'une juridiction européenne spécifique. La CECA avait aussi le pouvoir de lever un impôt sur les entreprises du charbon et de l'acier, même si cette taxe était très limitée. Pour renforcer sa souveraineté, elle refuse d'ailleurs que ce soient les États Membres qui lèvent cet impôt auprès des entreprises nationales puis lui reversent, et met en place un circuit par lequel elle prélève directement l'impôt auprès des entreprises. Cet impôt est pensé par les fonctionnaires européens comme étant la base pour les emprunts, permettant d'asseoir la réputation financière de la Communauté sur un pouvoir fiscal⁶ (SPIERENBURG et POIDEVIN 1993). En revanche, la CECA ne jouissait pas d'un pouvoir monétaire, ni d'un pouvoir de faire le droit lui permettant de contrôler la communauté financière ou de l'obliger à acheter ses titres. De même, il n'existe pas de place financière européenne unique sur laquelle elle aurait un contrôle. Enfin, la CECA était établie par son Traité pour 50 ans uniquement, et ne jouissait donc pas d'une durée de vie infinie contrairement à un souverain. Elle disposait donc de certains attributs d'un souverain, mais pas tous.

Le contexte politico-institutionnel dans lequel la CECA émet des obligations influence la construction de sa réputation. Les marchés obligataires sont, dans les années 1950 et jusqu'à la fin des années 1970, régulés à la fois à l'échelle internationale et à l'échelle nationale, et les flux internationaux de capitaux sont limités. La CECA, qui n'est rattachée à aucun État, est classée comme « emprunteur étranger » sur tous les marchés de capitaux. Dès 1953, les fonctionnaires européens entreprennent de négocier avec les gouvernements européens et américain pour tenter de faire reconnaître la CECA comme un emprunteur « national » sur les marchés des capitaux, et obtenir des exonérations fiscales sur ses titres pour inciter les créanciers à y souscrire⁷.

Dans la suite, nous étudions la construction graduelle de la réputation financière de la CECA en nous appuyant sur les indicateurs proposés dans la troisième partie et leur évolution. Notre travail s'appuie sur des archives historiques collectées à la Commission Européenne à Bruxelles ainsi qu'aux archives historiques de l'Union Européenne à Florence. Grâce à ces archives, nous avons constitué une base de données originale, portant sur l'ensemble des émissions d'obligations de la CECA sur la période de 1954 à

5. Traité de Paris instituant la CECA, Protocole sur les priviléges et immunités de la Communauté.

6. AHCE, « Définition publique de la politique financière de la Haute Autorité », 6 juillet 1954, Doc. 4517/54, Inventaire 10/2020 114.

7. AHCE, Procès-verbal de la 101^{ème} réunion de la Haute Autorité, 14 juin 1953. Doc n°4412/53 ; AHCE, « Memorandum submitted by the High Authority of the European Coal and Steel Community to the Government of the United States of America », mars 1954. BAC 2503/1991 4971 ; AHCE, DG Crédit et Investissement, « Memorandum. Statut fiscal de la Haute Autorité », 4 février 1960.

1997 (voir annexe) et leurs caractéristiques⁸. Nous mêlons ainsi étude quantitative des emprunts et analyse qualitative d'informations récoltées dans les archives⁹.

4.3 Comment les obligations de la CECA sont-elles devenues des *safe assets* ?

La CECA a commencé à se financer par emprunt en 1954 par un crédit auprès du gouvernement américain. Dès 1955, elle s'est financée auprès d'institutions bancaires et financières européennes *via* des crédits, et émet ses premières obligations en 1956. L'émission d'obligations devient, à partir de 1956, la principale technique financière de la CECA pour se financer. Nous analysons l'évolution des emprunts de la CECA à partir des indicateurs proposés en troisième partie, à l'exception de l'indicateur « statut de la dette » car la CECA n'a jamais fait défaut et n'a jamais remboursé en retard. De plus, nous ne sommes pas en capacité d'étudier la performance des obligations de la CECA sur le marché secondaire, car nous n'avons que les données sur le marché primaire.

4.3.1 Les indicateurs *de jure* : une reconnaissance progressive de la CECA comme emprunteur

L'évolution des indicateurs *de jure* donne à voir une reconnaissance progressive de la CECA comme emprunteur réputé malgré son statut d'émetteur « étranger » sur toutes les places financières. L'institution européenne a d'abord emprunté au gouvernement américain en 1954, puis a progressivement fait appel aux grandes banques américaines et suisses (Kuhn Loeb & Co, Lazard Frères, First Boston, Union des Banques Suisses, etc.) pour des émissions obligataires sur les marchés. Dans les années 1950, la nouvelle institution européenne a peiné à émettre sur certains marchés, qui sont fermés aux émissions d'institutions étrangères : par exemple en 1955, elle a échoué à émettre aux Pays-Bas¹⁰. À partir des années 1960, la CECA est progressivement parvenue à émettre ses obligations sur divers marchés européens, par l'intermédiaire de banques d'investissement européennes et américaines très réputées. Le tableau 4 indique les banques associées aux émissions de la CECA sur la période 1956-1979¹¹. L'émergence progres-

8. La base de données est disponible sur demande (TOSOLINI 2026). Voir l'annexe.

9. Les archives contiennent des documents des institutions européennes, à la fois de notes internes et des documents relatifs aux emprunts et aux relations financières. On y trouve les contrats d'emprunt, les correspondances et négociations lors des emprunts, les réunions de la Haute Autorité, et les correspondances internes. Nous avons également dépouillé les archives de presse de la revue Agence Europe, qui suivait l'actualité européenne. Des archives de presse financière ont également été consultées, comme la revue financière *Euromoney*.

10. Archives Historiques de l'Union Européenne (AHUE), archives de l'Agence Europe, « Au sujet des déclarations de M.Mayer aux E.-A. Sur la politique financière de la C.E.C.A. », 16 février 1956.

11. Nos données ne sont pas exhaustives : nous connaissons les banques associées aux émissions pour 203 des 285 émissions effectuées par la CECA entre 1954 et 1979, et majoritairement pour les émissions publiques.

sive des grandes banques d'investissement des différentes places financières montre que la CECA est parvenue à gagner leur confiance sur la période.

TABLE 4 – Banques impliquées dans au moins 10 émissions d'obligations de la CECA entre 1954 et 1979

| Banque | Nombre d'émissions | Nombre de monnaies différentes | Montant total des émissions dans lesquelles la banque est un souscripteur (millions de dollars US courants) | Maturité moyenne | Période d'intervention |
|---------------------------------------|--------------------|--------------------------------|---|------------------|------------------------|
| Deutsche Bank | 52 | 6 | 2320 | 12 | 1964–1979 |
| Dresdner Bank | 47 | 5 | 1821 | 12 | 1964–1979 |
| Lazard Frères | 35 | 3 | 1490 | 13 | 1957–1979 |
| Banque Internationale à Luxembourg | 32 | 3 | 1033 | 13 | 1962–1979 |
| Amsterdamsche Bank | 28 | 4 | 968 | 13 | 1961–1979 |
| Banque de Paris et des Pays Bas | 28 | 5 | 1277 | 14 | 1964–1979 |
| Société Générale de Belgique | 28 | 4 | 1110 | 13 | 1962–1979 |
| SG Warburg | 27 | 7 | 1144 | 13 | 1964–1979 |
| Crédit Suisse | 26 | 6 | 1000 | 13 | 1956–1979 |
| Kuhn Loeb | 26 | 2 | 1249 | 12 | 1957–1979 |
| Banca Commerciale Italiana | 25 | 5 | 1023 | 13 | 1966–1979 |
| First Boston | 24 | 1 | 1110 | 12 | 1957–1979 |
| Société de banques suisse | 23 | 5 | 823 | 13 | 1956–1979 |
| Kreditbank luxembourgeoise | 19 | 4 | 441 | 13 | 1964–1979 |
| Union de banque suisse | 17 | 3 | 542 | 14 | 1956–1978 |
| Société Générale (France) | 16 | 3 | 757 | 14 | 1964–1979 |
| Commerzbank | 15 | 2 | 933 | 12 | 1971–1979 |
| Banca Nazionale del Lavoro | 14 | 4 | 434 | 15 | 1963–1978 |
| Westdeutsche Landesbank | 14 | 1 | 685 | 14 | 1955–1979 |
| Caisse d'épargne de l'État Luxembourg | 13 | 3 | 152 | 13 | 1955–1979 |
| Banque Générale de Luxembourg | 12 | 2 | 152 | 12 | 1962–1979 |
| Banque nationale de Paris | 11 | 3 | 539 | 14 | 1971–1979 |
| Société générale alsacienne de banque | 10 | 3 | 242 | 11 | 1973–1979 |
| Warburg Paribas Becker US | 10 | 1 | 705 | 14 | 1976–1979 |

Source : Auteures.

La diversification des intermédiaires financiers est allée de pair avec une diversification des devises utilisées. Très dépendante du dollar US au début, la CECA est parvenue à diversifier les libellés de ses contrats d'emprunt à partir des années 1960, en émettant sur les différents marchés de capitaux européens et sur les euro-marchés.

Cette diversification des marchés, des intermédiaires et des devises s'est accompagnée, au début des années 1960, d'un relâchement important des garanties que devait apporter la CECA à ses emprunts. En 1954, la CECA a signé avec la Banque des Règlements Internationaux (BRI) un Acte de Nantissement, selon lequel la BRI est devenue le dépositaire des fonds d'emprunt de la CECA et des garanties apportées par les entreprises bénéficiaires de prêts de la CECA. Cet acte définissait également les garanties que

la Haute Autorité pouvait obtenir de la part des entreprises bénéficiaires de prêts¹². Tous les emprunts de 1954 à 1961 ont été effectués sous cet acte de nantissement. À partir de 1962, les emprunts ont été émis en dehors de l'acte de nantissement, ce qui s'est traduit par l'assouplissement des garanties demandées par les créanciers à la CECA. Alors que lors des premiers emprunts, du fait du caractère nouveau et incertain de l'institution européenne, les créanciers se protégeaient contre les risques de défaut, ce relâchement de la garantie donne à voir le gain de réputation de la CECA. À compter de 1962, la simple signature financière de la CECA suffisait, ce qui revenait à asseoir sa garantie sur son pouvoir fiscal de taxer les entreprises. Paradoxalement, cette évolution s'est produite lorsque ce pouvoir de taxation s'est amenuisé. En effet, dans les années 1950 et 1960, le taux d'imposition appliqué a baissé continuellement : fixé initialement à 0,9 %, il est passé à 0,45 % en 1956 puis 0,3 % en 1961 (SPIERENBURG et POIDEVIN 1993). Ainsi, au moment où a émergé un compromis entre la CECA et ses créanciers pour asseoir sa réputation sur son pouvoir fiscal, ce dernier avait été affaibli. Le fait que les créanciers acceptent pourtant d'abandonner le reste des garanties montre que la CECA avait acquis *de facto* la réputation d'un emprunteur crédible, alors même que ses garanties *de jure* s'affaiblissaient. Le relâchement des garanties s'est accompagné d'un recul des exigences de publication d'informations sur l'utilisation et la pré-affectation des fonds empruntés. Dans les prospectus financiers, la CECA a néanmoins continué à communiquer sur l'état des industries européennes et sur l'utilisation des emprunts précédents, et à indiquer son bilan financier.

Enfin, la CECA est progressivement parvenue à imposer sa juridiction dans les contrats d'emprunt. Lorsqu'elle a émis ses premières obligations sur la place financière suisse en 1956, elle s'est placée sous juridiction suisse. Mais dès 1957, ses émissions à New York relèvent de la juridiction européenne représentée par la Cour de Justice des Communautés Européennes. Le recours à la juridiction européenne en cas de litige a ensuite été étendu à tous les emprunts, sauf pour ceux contractés en Suisse qui sont restés sous juridiction suisse. En tant qu'attribut de souveraineté, le fait de placer ses emprunts sous juridiction communautaire plutôt que sous juridiction extra-européenne renforce le pouvoir relatif de la CECA vis-à-vis des créanciers. Mais dans un mouvement inverse, la CECA a renoncé à partir de 1974 à toute immunité pour ses émissions à New York, ouvrant la voie à d'éventuels litiges devant les tribunaux¹³.

Ainsi, en termes juridiques, même si la CECA, du fait de son statut d'organisation

12. AHCE, « Legal experiences of the European Coal and Steel Community's international loan operations », Zimmer, 1er mars 1962, CEAB 1 n°1752.

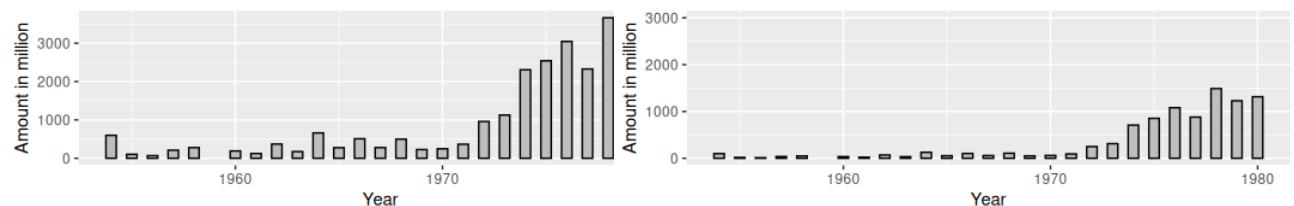
13. AHCE, Financial prospectus for the \$25,000,000 issuance of the ECSC, 12 mars 12 1974 ; Standard & Poor's, The fixed income investor, Vol.4, No. 17. 24 avril 1976. Ce changement peut être expliqué par le fait qu'aux États-Unis, des négociations sont entamées dans les années 1970 pour réduire l'immunité souveraine des États et les rendre attaquables devant les tribunaux new-yorkais en cas de litige sur leur dette. Ces négociations ont abouti au *Foreign Sovereign Immunities Act* en 1976. Mais dès les années précédant cette loi, on constate que certains (quasi-)souverains commencent à renoncer à leur immunité dans les émissions obligataires (Lemoine, 2026).

internationale et de quasi-souverain, demeurait étrangère sur les différents marchés des capitaux, elle est parvenue progressivement à s'affirmer, à se placer sous juridiction européenne et à rassurer ses créanciers. Les indicateurs *de facto* révèlent qu'elle a aussi pu emprunter à de meilleures conditions.

4.3.2 Les indicateurs *de facto* : des conditions d'emprunt de plus en plus favorables à l'emprunteur

L'évolution des indicateurs et des pratiques de marché montre qu'après une première période de tâtonnement et de difficultés à lever les fonds au début des années 1950, la CECA a réussi à construire assez rapidement sa réputation financière et à devenir un emprunteur régulier et parfois important sur ces marchés des capitaux. Les intermédiaires financiers réputés ont permis à la CECA d'emprunter des montants de plus en plus importants, à une fréquence de plus en plus élevée (graphiques 1 et 2). Sur les 500 millions de dollars US demandés au gouvernement américain en 1954, la CECA n'en a obtenu que 100¹⁴, et elle a échoué à émettre sur le marché néerlandais en 1955. Mais à partir des années 1960, les montants empruntés ont augmenté d'abord lentement puis plus fortement dans les années 1970, pour atteindre leur maximum en termes de montants et de nombre d'émissions pendant l'âge d'or des emprunts CECA après 1974.

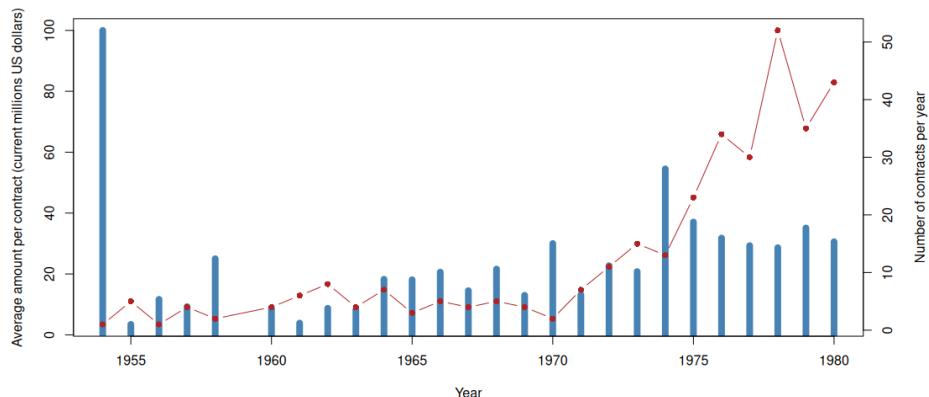
FIGURE 1 – Montants empruntés par an par la CECA entre 1954 et 1979 en millions de dollars US constants (base=1997) (à gauche) et millions de dollars US courants (droite)



Source : Auteures.

14. AHCE, « Note sur la politique d'investissement de la Haute Autorité de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier », 30 janvier 1954. BAC-0074-1985-0654.

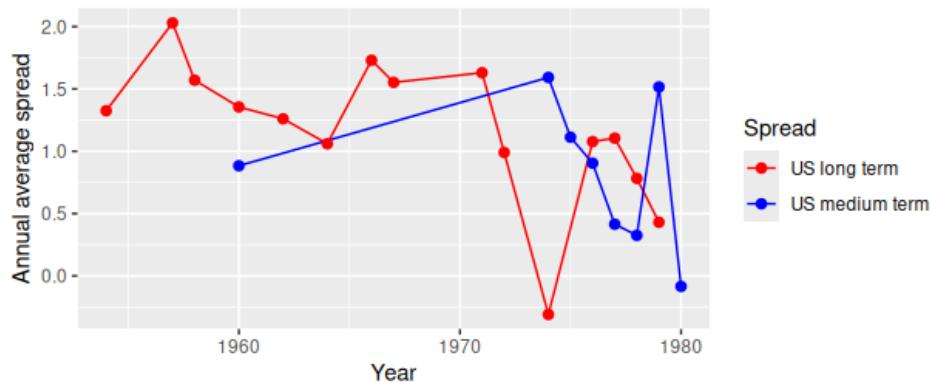
FIGURE 2 – Nombre de contrats signés par an (courbe) et montant moyen emprunté par contrat par la CECA



Source : Auteures.

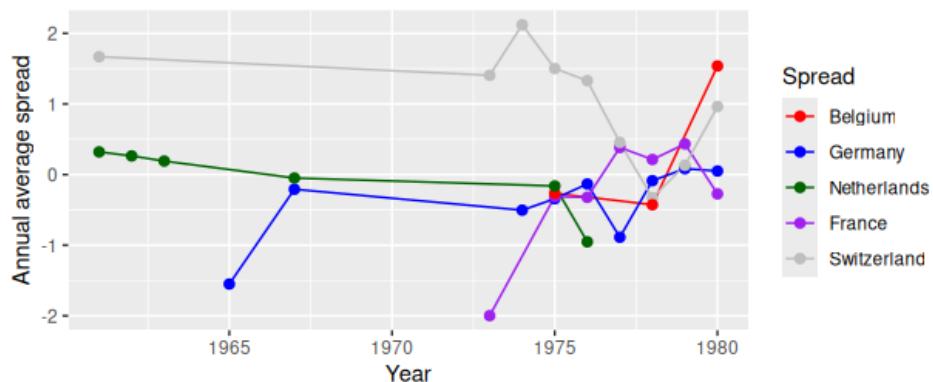
La prudence initiale des créanciers vis-à-vis de l'emprunteur CECA puis la reconnaissance progressive de sa réputation s'observent bien avec l'évolution des spreads de taux sur les différents marchés. Vis-à-vis des obligations du Trésor US (graphique 3), le spread le plus élevé concerne des émissions de long terme en 1957, reflétant la prime de risque élevée imposée à la CECA pour ses premières émissions à New York. Elle a emprunté à des conditions financières semblables à des quasi-souverains équivalents, comme la Banque Mondiale (MASON et ASHER 1973), qui elle est parvenue à émettre des obligations aux États-Unis dès 1947 et aux Pays-Bas dès 1954, un marché fermé à la CECA jusqu'en 1961. Au contraire, à partir des années 1960 les spreads ont été relativement faibles, que ce soit pour les emprunts à long ou moyen terme, témoignant de la réduction de la prime de risque exigée par les créanciers pour souscrire aux obligations de la CECA (graphiques 3). Il en va de même pour les spreads avec les taux des obligations souveraines des États européens à 10 ans (graphique 4). La majorité des spreads étaient, sur la période, inférieurs à 1. Les spreads annuels moyens ont même parfois été négatifs, révélant qu'en moyenne, la CECA empruntait à des taux inférieurs à ceux de l'État souverain de référence sur le marché des capitaux en question. Les spreads sont par exemple devenus faibles voire négatifs dans les années 1970 pour les émissions libellées en deutschmarks, en florins, en francs français et en francs belges.

FIGURE 3 – Spread de taux entre les obligations de la CECA à 10 et 20 ans et les obligations du Trésor américain à 10 et 20 ans



Source : Auteures.

FIGURE 4 – Spread de taux entre les obligations de la CECA à 10 ans et les obligations de l’État allemand, de l’État français, de l’État belge, de l’État Suisse et de l’État néerlandais à 10 ans.



Source : Auteures.

Par ailleurs, les obligations considérées comme actifs sans risque par la communauté financière peuvent être reconnues comme collatéral par les autorités monétaires et financières. Ce statut attise la demande des institutions financières et renforce en conséquence la liquidité du titre sur le marché secondaire. À partir 1969, les prospectus accompagnant les émissions d’obligations européennes mentionnent que les compagnies d’assurance de France, d’Allemagne, de Belgique, d’Italie et des Pays-Bas ont le droit de détenir des obligations européennes comme réserves. Il est aussi fait mention de leur reconnaissance comme collatéral par la banque centrale italienne. Cette possibilité nouvelle d’utiliser des obligations CECA comme garantie reflète la confiance élevée dans ses titres auprès de la communauté financière. La reconnaissance de la sûreté des titres financiers de la CECA a été renforcée en 1974, lorsque les agences de notation américaines¹⁵ ont noté

15. Rapport financier pour l’année 1974.

la CECA triple A, ce qui l'a placée sur le même plan que les États souverains les plus dignes de confiance. La CECA a conservé sans interruption cette notation triple A jusqu'à la fin de sa politique d'emprunt, alors que certaines émissions équivalentes d'États souverains sont moins bien notées (par exemple le Danemark était noté AA en 1986¹⁶ et l'Italie Aa à Aa3¹⁷). Alors que l'institution communautaire approche en théorie de sa dissolution au début des années 2000¹⁸, ce qui aurait pu réduire la confiance des créanciers, la notation financière de la CECA ainsi que les spreads de taux n'ont quasiment pas varié, ce qui montre bien qu'elle était considérée par la communauté financière comme un des emprunteurs les plus sûrs sur les marchés.

Ainsi, dans les années 1970, la CECA avait un accès relativement aisément au financement et à la liquidité, et elle est même devenue un emprunteur important sur les euromarchés. Elle a réalisé le plus gros emprunt jamais effectué sur le marché des euro-dollars en 1976 (KERR 1984). Un article de la revue de banquiers *Euromoney* évoquait la CECA comme un « emprunteur exigeant, ayant une connaissance approfondie des conditions de marché [...] et décrit comme très compétitif¹⁹ ». C'est donc paradoxalement au moment où la CECA avait la plus grosse charge de la dette qu'elle avait accès le plus aisément aux marchés des capitaux.

L'ensemble des indicateurs *de jure* et *de facto* que nous avons mesurés attestent de la reconnaissance progressive par les créanciers de la CECA comme emprunteur non risqué, à la fois juridiquement et dans les faits. Le tableau 5 synthétise l'évolution décrite dans la section.

16. Moody's Bond Survey 1986

17. Moody's Bond Survey 1992

18. Même si cela est demeuré incertain jusqu'aux dernières années, la disparition de la CECA ne paraissait pas impossible en 2002, puisque son Traité l'établissait uniquement pour cinquante ans. Elle a finalement été fondue dans la Communauté Européenne en 2002.

19. « How the ECSC made it just in time », par Pamela Clarke, *Euromoney*, Novembre 1977.

TABLE 5 – Les indicateurs de la qualité d'un émetteur obligataire

| | Indicateurs de risque | 1954-1962 | 1962-1971 | 1970s |
|----------------------|--|---|--|--|
| Indicateurs de jure | Brokers and dealers* | Grandes banques d'investissement US | Grandes banques d'investissement US et européennes | Fort réseau de banques US et européennes prestigieuses |
| | Juridiction | Étrangère et européenne | Étrangère et européenne | Européenne |
| | Devise | Dollar US et franc suisse | Majoritairement européennes | Dollar US et monnaies européennes |
| | Garanties | Fortes sous l'Acte de Nantissemement | Aucune sauf l'impôt | Aucune sauf l'impôt |
| | Informations sur la nature de l'investissement | Description importante de la CECA et de ses prêts aux entreprises | Peu d'informations | Peu d'informations |
| Indicateurs de facto | Montants empruntés | Faibles | Croissants | Forts |
| | Fréquence des émissions | Faible | Faible | Forte |
| | Utilisé et reconnu comme collatéral (norme) | Non | Non | Peut être un collatéral |
| | Spreads de taux | Relativement importants | Faibles et parfois négatifs | Faibles et parfois négatifs |
| | Notation | Aucune | Aucune | AAA |
| | Prix d'émission moyen | 99.44% | 99.04% | 99.5% |

Source : Auteures.

4.3.3 Quand les obligations d'un quasi-souverain deviennent un *safe asset*

L'histoire financière des émissions d'obligations de la CECA offre un exemple historique d'une institution qui n'est pas souveraine, mais qui a travaillé son caractère d'institution publique dotée de certains attributs de souveraineté pour se faire reconnaître progressivement comme non risquée sur les marchés des capitaux - parfois même plus réputée que certains de ses États Membres au regard des spreads de taux et de la notation financière. Ce résultat peut être expliqué par les spécificités du quasi-souverain dans un contexte monétaire et financier précis post-seconde guerre mondiale. Les marchés des capitaux étant cloisonnés à l'échelle nationale sous le régime de Bretton Woods, le quasi-souverain ne pouvait émettre sur un marché national. Ce qui était au départ la faiblesse du quasi-souverain est devenue sa force. Initialement, la CECA a rencontré des difficultés pour émettre sur les différents marchés des capitaux, mais celles-ci se sont estompées au fur et à mesure qu'elle est devenue réputée sur certains marchés, et elle a pu émettre de plus en plus facilement. Les intermédiaires financiers réputés de ces marchés nouveaux sur lesquels elle tentait d'émettre ont ainsi accepté d'autant plus facilement de prendre en charge les émissions, qu'ils savaient que d'autres institutions financières réputées officiant dans d'autres pays avaient accepté de se charger d'émissions antérieures. Dès que Kuhn Loeb and Co, Lazard Frères et The First Boston se sont engagées dans les émissions CECA, elles ont joué un rôle de facilitateur pour attirer les grandes banques d'investissement d'autres pays européens (Deutsche Bank,

Société Générale, Banca Commerciale)²⁰. La CECA a ainsi pu jouer de son caractère quasi-souverain, qui l'a amenée à émettre sur différents marchés, avec l'aide de différents intermédiaires.

5 Conclusion

L'objectif de cet article était triple. Théoriquement, à partir de la littérature sur la dette des États souverains, nous avons offert une conceptualisation du risque de crédit des quasi-souverains, en soulignant que la relation de crédit est spécifique dans le cas de ces institutions hybrides, considérées différemment par les créanciers sur les marchés financiers. Cette théorisation nous a permis, dans un second temps, d'étudier empiriquement la construction de la réputation financière de la CECA, institution quasi-souveraine créée en 1952. Après quelques années de tâtonnement et de difficultés à émettre des obligations sur certains marchés de capitaux, la CECA est progressivement devenue un emprunteur réputé et important sur les marchés financiers.

Plus important encore, la CECA présente le cas d'une institution quasi-souveraine qui devient plus réputée et emprunte à de meilleures conditions financières que certains des souverains qui la constituent, ce qui est un point particulièrement saillant, tant on sait que la dette émise par les souverains est traditionnellement reconnue comme la moins risquée. Quasi-souveraine *institutionnellement*, la CECA est parvenue à se placer financièrement au même rang que les souverains, sans jouir, pourtant, de tous les mêmes attributs de souveraineté.

L'expérience de la CECA éclaire d'un jour nouveau les emprunts actuels de l'Union Européenne. Ayant lancé des emprunts de grande ampleur pour financer le plan de relance *Next Generation EU* en réponse au covid19, l'UE parvient également à emprunter à de meilleures conditions financières que la majorité de ses pays membres, à l'exception de l'Allemagne, qui fait toujours figure de référence, et de la France. Cependant, les processus d'accumulation de réputation financière par la CECA et par l'UE se sont faits par des voies différentes. L'Union Européenne bénéficie aujourd'hui d'une excellente réputation financière sur les marchés financiers grâce à celle de ses pays membres. Au contraire, et c'est ce qui en fait un quasi-souverain particulièrement intéressant, la CECA n'a jamais voulu utiliser la réputation financière ou les garanties de ses États Membres pour forger sa réputation financière car elle a toujours cherché à assurer son « indépendance » vis-à-vis d'eux et a assis sa réputation et ses garanties sur des ressources et des ressorts qui lui étaient propres.

20. Par exemple, lorsque la CECA prévoyait de lancer son émission sur le marché des eurodollars par l'intermédiaire de la banque Warburg en 1964, la succursale de la Banque de Paris et des Pays-Bas à Londres lui a adressé une lettre pour l'informer qu'elle se tenait à sa disposition si la CECA voulait de nouveau émettre sur ce marché (AHCE, Lettre du directeur général de la Banque de Paris et des Pays-Bas au secrétariat de la Haute Autorité de la CECA, 10 juin 1964, CEAB 2 n°3423).

6 Bibliographie

- ACCOMINOTTI, Olivier, Marc FLANDREAU et Riad REZZIK (2011). « The spread of empire : Clio and the measurement of colonial borrowing costs ». In : *The Economic History Review* 64.2. Publisher : Wiley, p. 385-407.
- CARRUTHERS, Bruce G. (2022). *The economy of promises : trust, power, and credit in America*. eng. Princeton (N.J.) : Princeton University press.
- CASSIS, Youssef (2008). *Les capitales du capital : histoire des places financières internationales, 1780-2005*. fre. OCLC : 441406564. Paris : H. Champion.
- CHAMBOST, Isabelle, Yamina TADJEDDINE et Caroline VINCENSINI (2018). « Empreintes et emprises de la financiarisation ». fr. In : *Terrains & travaux* N° 33.2, p. 5-23.
- DEGORCE, Victor et Éric MONNET (2024). « The Great Depression as a Savings Glut ». en. In : *Working Papers*. Number : 2024-14 Publisher : CEPII research center.
- EICHENGREEN, Barry, Asmaa Adel ELGANAINY, Rui Pedro ESTEVES et Kris MITCHENER (2019). *Public debt through the ages*. eng. IMF working paper WP/19, 6. Washington, DC : International Monetary Fund.
- ESTEVES, R. P. (2013). « The bondholder, the sovereign, and the banker : sovereign debt and bondholders' protection before 1914 ». en. In : *European Review of Economic History* 17.4, p. 389-407.
- FLANDREAU et FLORES (2009). « Bonds and Brands : Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830 ». In : *The Journal of Economic History* 69.3. Publisher : [Economic History Association, Cambridge University Press], p. 646-684.
- (2012). « Bondholders versus bond-sellers ? Investment banks and conditionality lending in the London market for foreign government debt, 1815-1913 ». en. In : *European Review of Economic History* 16.4, p. 356-383.
- FLANDREAU et ZUMER (2009). *The Making of Global Finance 1880-1913*. en. Development Centre Studies. OECD.
- FLORES ZENDEJAS, Juan H. (2015). « 3. Les origines et défis des marchés de dette publique : bénédiction ou malédiction ? » fr. In : *Regards croisés sur l'économie* 17.2. Publisher : La Découverte Section : Histoire, p. 52-66.
- GELPERN, Anna (2012). « Bankruptcy, Backwards : The Problem of Quasi-Sovereign Debt ». en. In : *The Yale Law Journal* 121.4.
- GELPERN, Anna et Erik F. GERDING (2015). « Private and Public Ordering in Safe Asset Markets ». en. In : *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*.
- GRITTERSOVÁ, Jana (2014). « Transfer of reputation : Multinational banks and perceived creditworthiness of transition countries ». en. In : *Review of International Political Economy* 21.4, p. 878-912.

- KERR, Ian M. (1984). *A history of the Eurobond market : the first 21 years.* eng. London : Euromoney Publications.
- LEMOINE, Benjamin (2024). *Chasseurs d'États : les fonds vautours et la loi de New York à l'assaut de la souveraineté.* fre. Économie politique. Paris : la Découverte.
- MASON, Edward Sagendorph et Robert E. ASHER (1973). *The World Bank since Bretton Woods : the origins, policies, operations, and impact of the International Bank for Reconstruction and Development and the other members of the World Bank group : the International Finance Corporation, the International Development Association [and] the International Centre for Settlement of Investment Disputes.* Washington : Brookings Institution.
- OOSTERLINCK, Kim (2018). « The Historical Context of Sovereign Debt ». en. In : *Sovereign Debt and Human Rights*. Oxford University Press, p. 13-27.
- PANIZZA, Ugo, Federico STURZENEGGER et Jeromin ZETTELMEYER (sept. 2009). « The Economics and Law of Sovereign Debt and Default ». en. In : *Journal of Economic Literature* 47.3, p. 651-698.
- PISTOR, Katharina (2017). « From Territorial to Monetary Sovereignty ». en. In : *Theoretical Inquiries in Law* 18.2. Publisher : De Gruyter, p. 491-517.
- (2020). *The code of capital : how the law creates wealth and inequality.* eng. First paperback printing. Princeton Oxford : Princeton University Press.
- SPIERENBURG, Dirk et Raymond POIDEVIN (1993). *Histoire de la Haute autorité de la Communauté européenne du charbon et de l'acier : une expérience supranationale.* fr. Bruylant.
- TOMZ, Michael, éd. (2011). *Reputation and International Cooperation : Sovereign Debt across Three Centuries.* eng. Princeton : Princeton University Press.
- TOSOLINI, Marion (2026). *The borrowings of the European Communities*.
- WEIDEMAIER, W. Mark C. et Mitu GULATI (nov. 2015). « The Relevance of Law to Sovereign Debt ». en. In : *Annual Review of Law and Social Science* 11.1, p. 395-408.

7 Annexe : description de la base de données

Nous avons construit une base de données quantitative relative aux emprunts de la CECA sur l'entièreté de la période. Elle est disponible sur demande (TOSOLINI 2026).

Cette base a principalement été élaborée avec les rapports financiers annuels de la CECA et les contrats d'emprunt, complétés avec les rapports de la Commission sur la politique d'emprunt et de prêt des communautés européennes lorsque cela a été nécessaire. Les rapports financiers annuels contiennent tous les emprunts émis sur une année. Nous disposons ainsi des informations centrales pour chaque emprunt : le montant, le taux d'intérêt, la durée, le type d'emprunt (émission publique d'obligations, émission privée d'obligations ou crédit bancaire), le prix d'émission ainsi que les banques asso-

ciées aux émissions. Les montants indiqués dans les rapports financiers l'étaient dans la devise utilisée dans le contrat et son équivalent en unité de compte européenne. Par souci de comparaison et d'intelligibilité par rapport au reste de la littérature, nous avons converti tous ces montants en dollars états-uniens à partir du taux de change annuel indiqué dans chaque rapport. Ensuite, nous avons converti ces montants en dollars constants en suivant la méthode du *Bureau of Labor Statistics*²¹, à partir de l'indice des prix à la consommation (IPC) annuel sur l'entièreté de la période. L'IPC est fourni par la FRED Saint Louis²². Nous avons choisi l'année 1997, dernière année lors de laquelle la CECA a emprunté, comme référence pour le calcul des montants en dollars constants. Cette base nous a permis d'obtenir des statistiques descriptives importantes sur l'évolution des montants empruntés, mais également les fréquences d'émission (en supposant qu'un emprunt = un contrat), l'évolution des monnaies utilisées, etc.

À partir de cette base, nous avons calculé les spreads de taux entre les émissions de la CECA et les obligations de l'emprunteur de référence pour les émissions en dollars US, en deutschemarks, en francs français, en francs belges, en florins et en francs suisses. L'emprunteur de référence a été choisi en fonction du libellé des contrats : nous avons pris l'État contrôlant la devise utilisée : pour les émissions CECA en dollars US, nous avons calculé le spread avec les obligations du Trésor américain à même maturité, de même le référentiel a été les obligations de l'État français pour les émissions en francs français et les émissions d'obligations de la République Fédérale d'Allemagne pour celles en deutschemark, etc. Nous avons obtenu les taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans à partir des données de l'OCDE et de la FRED Saint Louis. Enfin, à partir des contrats d'emprunt, lorsque nous avions l'information, nous avons recensé les banques associées aux émissions d'obligation (syndicats bancaires) afin d'observer la construction graduelle d'un réseau de banques associées aux émissions d'obligations de la CECA sur la période étudiée.

21. On retrouve la méthodologie ici : <https://www.bls.gov/cpi/factsheets/purchasing-power-constant-dollars.htm>

22. On retrouve la base ici : <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>