

LA DETTE

Quand est-elle excessive?

Christina Daseking

DANS leurs travaux sur les indicateurs de vulnérabilité, les économistes cherchent à savoir quel endettement est viable pour une économie et à quel niveau il devient excessif. Les emprunts extérieurs peuvent aider les pays à accélérer leur croissance en finançant des investissements productifs et peuvent aussi atténuer les effets de perturbations économiques. Mais si un État accumule des dettes dont il ne peut assurer le service, une crise de la dette peut éclater, et ses coûts économiques et sociaux peuvent être élevés. C'est pourquoi il est important d'évaluer quel niveau d'endettement une économie ou un État peut accumuler sans problème. Cette évaluation est particulièrement opportune dans les pays à marché émergent qui se tournent largement vers les marchés de capitaux internationaux pour satisfaire leurs besoins de financement élevés.

Évaluer la viabilité de la dette

Une dette est jugée viable s'il est prévu que l'emprunteur sera en mesure de continuer d'assurer son service sauf forte correction peu probable du solde de ses revenus et dépenses. À l'inverse, une dette devient non viable lorsqu'elle continue de s'accumuler plus rapidement que la capacité de l'emprunteur à en assurer le service. Pour déterminer quel niveau d'endettement est viable, il faut prévoir l'évolution des engagements et établir des hypothèses pour les taux d'intérêt, les taux de change et les revenus. Comme pour toute évaluation fondée sur des hypothèses concernant l'avenir, il est difficile d'être exact.

L'évaluation de la viabilité de la dette passe par trois étapes :

- prévoir l'évolution des engagements par rapport à la capacité de paiement de l'économie (ou de l'État);
- examiner comment les perspectives changeraient sous l'effet de chocs plausibles;
- évaluer si les résultats pourraient aboutir à une situation non viable, telle que définie ci-dessus.

Pour la première étape, il s'agit d'établir des projections des flux de recettes et de dépenses — y compris celles consacrées au service de la dette — ainsi que des principales variables macroéconomiques, telles que les taux d'intérêt, de croissance et de change (en fonction de la monnaie de libellé de la dette). Dans la mesure où ces variables sont influencées par la politique des pouvoirs publics, les projections de la dynamique de la dette dépendent de variables de politique

économique, ainsi que de l'évolution de la situation macroéconomique et des marchés financiers, incertaine par nature.

Étant donné ces incertitudes, il est important d'identifier les risques — c'est la deuxième étape. Parmi les principaux risques figure un renchérissement du financement, qui peut résulter de l'évolution générale des marchés financiers — notamment des effets de contagion d'autres pays en difficulté — ou de problèmes propres au pays en question. Par ailleurs, une forte dépréciation de la monnaie — due peut-être, mais pas nécessairement, à l'effondrement d'une parité fixe — peut accroître de manière spectaculaire la charge d'une dette libellée en devises. En fait, une fois un pays en crise, l'ampleur des sorties de capitaux peut entraîner des ajustements de taux de change allant bien au-delà de toute estimation initiale de la surévaluation, comme ce fut le cas, par exemple, en Indonésie pendant la crise de 1997-98.



Les créances conditionnelles — par exemple celles liées à des garanties explicites ou implicites de la dette ou des dépôts bancaires — constituent une autre source importante d'incertitude pour les projections de la dette et du service de la dette. Par nature, bon nombre des créances conditionnelles passent inaperçues en temps normal, mais il est plus probable qu'elles seront exercées en période de crise. Ces créances ont été l'une des caractéristiques principales des récentes crises sur les marchés émergents, où les défaillances dans un secteur ont eu des répercussions dans d'autres. Mais les créances conditionnelles sont extrêmement difficiles à mesurer dans la pratique, parce que leurs montants sont souvent inconnus, et leurs modalités — les circonstances précises dans lesquelles elles deviendraient des engagements effectifs — souvent inconnaisables.

La troisième étape — et sans doute la plus difficile — consiste à définir un seuil à partir duquel la dette est jugée non viable. De tels seuils sont parfois établis pour certains groupes de pays. Pour les pays pauvres très endettés, par exemple, les données empiriques associent une valeur actuelle nette de la dette supérieure à 200 % des recettes d'exportation à un plus grand nombre de restructurations de la dette. Pour d'autres pays non industrialisés, il y a lieu de penser qu'un ratio dette/PIB de 40 % est un point critique à partir duquel les risques posés par les engagements commencent à augmenter. Cependant, cette observation reflète la situation typique des pays étudiés, notamment un niveau relativement bas d'avoirs extérieurs. De manière plus générale, il convient d'être très prudent dans l'application de ces seuils. Aucun seuil ne peut définir de manière fiable le niveau auquel la dette d'un pays s'avérera non viable, car des facteurs propres aux pays, autres que le ratio de la dette, jouent des

rôles importants. Par exemple, un ratio d'endettement plus élevé est moins inquiétant pour un pays dont la croissance des exportations est plus rapide, la part des exportations dans le PIB plus élevée et la part de la dette libellée en monnaie nationale aussi plus élevée.

En fin de compte, les évaluations de la viabilité relèvent du probabilisme, car on peut normalement envisager certaines situations dans lesquelles la dette d'un pays sera viable et d'autres dans lesquelles elle ne le sera pas. Il y a toujours une part de jugement dès lors qu'on évalue si la dette d'un pays dépasse un niveau prudent.

Comment le FMI surveille la dette

Étant donné le rôle essentiel de la dette dans de nombreuses crises, que fait donc le FMI aujourd'hui pour évaluer le niveau de la dette et déterminer s'il constitue un risque ou est viable? Dans le cadre de leur surveillance des économies nationales, les services du FMI préparent

- des projections à moyen terme de la balance des paiements et de la situation budgétaire — un élément de base des travaux du FMI dans les pays membres, en particulier dans le cadre d'un accord de prêt;
- des évaluations de la viabilité à moyen terme du compte des transactions courantes et du taux de change réel, qui influent sur la viabilité de la dette publique et extérieure, surtout lorsqu'une bonne partie de la dette est libellée en devises;
- des évaluations de la stabilité du secteur financier, un ajout plus récent à l'arsenal du FMI; ces évaluations aident à déterminer la vulnérabilité du secteur financier aux chocs, avec des implications peut-être importantes pour les engagements conditionnels de l'État.

En s'inspirant de ces éléments, le FMI a établi récemment un cadre de référence pour l'évaluation de la viabilité de la dette. Ce cadre permet d'examiner la viabilité du budget et de la dette extérieure et est axé sur les projections de référence à moyen terme du FMI. Au-delà des projections de référence pour la dette publique et extérieure, ce cadre d'évaluation inclut une série standard de tests de sensibilité qui génèrent la dynamique de la dette sur la base de diverses hypothèses concernant les principales variables (notamment la croissance, les taux d'intérêt et le taux de change). Ces diverses hypothèses sont calibrées en fonction des antécédents de chaque pays (moyennes et volatilité des variables respectives dans le passé).

Ce nouveau cadre d'évaluation peut être utile dans trois cas. Pour des pays dont l'endettement est modérément élevé mais où la crise n'est pas imminente, il peut aider à identifier des vulnérabilités — c'est-à-dire comment le pays pourrait se retrouver dans une situation d'insolvabilité. Pour des pays qui sont au bord ou en plein milieu d'une crise et qui font face à de fortes tensions caractérisées par un coût du crédit élevé ou un accès insuffisant aux marchés, ce cadre peut être utilisé pour examiner la plausibilité de la dynamique de stabilisation de la dette formulée dans les projections du programme. Enfin, à la suite d'une défaillance, ce cadre d'évaluation peut être utilisé pour explorer la dynamique de la dette après une restructuration potentielle.



Comment le cadre analytique du FMI aurait-il fonctionné dans un cas réel?

En prenant comme exemple la Turquie en 1999, ce nouveau cadre d'évaluation aurait-il aidé à mettre le doigt sur les vulnérabilités du pays? La réponse est oui. Même si les projections de l'époque ne semblaient pas trop optimistes par rapport au passé, le cadre d'évaluation aurait attiré l'attention sur la situation de la dette extérieure de la Turquie en cas de chocs défavorables.

Pour découvrir si le cadre d'évaluation aurait été utile, des économistes du FMI ont procédé à des tests de sensibilité de la vulnérabilité extérieure de la Turquie telle qu'elle serait apparue à l'époque de l'approbation de l'accord avec le FMI en 1999. Le programme appuyé par le FMI prévoyait que le ratio de la dette extérieure augmenterait de 10 % du PNB, même si cette progression tenait essentiellement à une hausse des réserves de la banque centrale, de sorte que la dette extérieure nette devait rester plus ou moins constante (elle devait même baisser de 2 % du PNB environ entre 1998 et 2001). En fait, cependant, le ratio de la dette a progressé de près de 30 % du PNB. Comment les services du FMI ont-ils pu se tromper aussi lourdement? La principale source d'erreur fut le déficit commercial, qui, sur la période 1999–2000, a été supérieur de quelque 6 % du PNB aux prévisions, du

fait, en partie, du net renchérissement du pétrole, mais aussi d'une sous-estimation de la sensibilité des importations à une augmentation du revenu. En outre, l'abandon imprévu du rattachement de la monnaie au début de 2001 a accru substantiellement l'endettement.

Sur la base de moyennes sur cinq ans pour les principaux paramètres, le cadre d'évaluation aurait permis de prévoir que la dette nette progresserait de 6 % du PNB, alors que le programme prévoyait une baisse de 2 % du PNB. Et surtout, les tests de sensibilité auraient fait apparaître les risques pesant sur les projections. En particulier, l'augmentation de 7 % du PNB du ratio de la dette entre 1998 et 2000 (avant la dévaluation) se situe dans l'intervalle des chocs à deux écarts types (qui saisit la plupart des risques pesant sur le scénario) affectant le taux d'intérêt, ou le taux de croissance du PIB réel, ou encore le déficit des transactions courantes hors intérêts. Par ailleurs, les deux scénarios de dévaluation — le choc à deux écarts types affectant le taux de croissance du déflateur en dollars EU, ou le choc d'une dévaluation de 30 % — aurait produit un chiffre supérieur à l'augmentation de 30 % du ratio de la dette nette observée entre la fin de 1998 et la fin de 2001.

L'application de ce cadre d'évaluation est encore récente, mais sera progressivement élargie à un grand nombre de pays, à des fins de surveillance et aussi pour guider les décisions concernant l'appui financier du FMI aux programmes, et des modifications appropriées seront apportées à la lumière de l'expérience initiale. Bien que l'objectif soit d'uniformiser et de discipliner les évaluations de la viabilité, ce cadre ne doit pas être appliqué de manière totalement mécanique et rigide : en fonction des circonstances du pays concerné, il y aura parfois de bonnes raisons de s'en écarter dans une certaine mesure. Dans le même temps, la logique de base — analyses de viabilité de référence et tests de sensibilité calibrés — doit s'appliquer dans tous les pays. Enfin, pour interpréter les résultats, il faudra prendre en considération d'autres facteurs, par exemple la structure de la dette (échéances, taux fixe ou flottant, indexée ou non, identifié des détenteurs) et divers autres indicateurs de vulnérabilité. Les informations fournies par les marchés, notamment les anticipations de taux d'intérêt et de marges qui se reflètent dans la position et la forme des courbes de rendement, l'accès à de nouveaux emprunts et les interruptions éventuelles de cet accès ou les problèmes rencontrés pour émettre des titres de créance à long terme, mettront aussi les chiffres en perspective. **F&D**

Christina Daseking est économiste principale au Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI.

Cet article s'inspire du document intitulé «Assessing Sustainability», daté du 28 mai 2002 et préparé par le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI.

Pour en savoir plus

David O. Beim and Charles W. Calomiris, 2001, *Emerging Financial Markets* (Boston: McGraw-Hill).

Enrica Detragiache and Antonio Spilimbergo, 2001, "Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation," IMF Working Paper 01/2 (Washington).

Jeffrey Frankel and Andrew Rose, 1996, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment," *Journal of International Economics*, Vol. 41 (November), p. 351–66.

Morris Goldstein, Graciela Kaminsky, and Carmen Reinhart, 2000, *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets* (Washington: Institute for International Economics).

Graciela Kaminsky, A. Lizondo, and Carmen Reinhart, 1998, "Leading Indicators of Currency Crises," IMF Staff Papers, Vol. 45 (March), p. 1–48.

Graciela Kaminsky and Carmen Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June), p. 473–501.

Carmen Reinhart, 2002, "Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings," NBER Working Paper No. 8738 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

John Underwood, 1990, "The Sustainability of International Debt" (unpublished; Washington: World Bank, International Finance Division).