

HAPPÉS par la DÉFERLANTE DE LA DETTE

Les pays en développement peuvent tirer des enseignements des précédentes crises de la dette pour gérer les difficultés de financement provoquées par la COVID-19

M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge, Peter Nagle et Naotaka Sugawara



La pandémie de COVID-19 porte un coup aux perspectives économiques mondiales déjà fragiles. La crise sanitaire, le brusque ralentissement de l'activité et les turbulences sur les marchés financiers mondiaux ont frappé les pays émergents et les pays en développement à un mauvais moment. Depuis dix ans, l'endettement de ces pays a connu l'augmentation la plus prononcée, la plus rapide et la plus vaste de ces 50 dernières années. Le total de leur dette s'est accru de 60 points de pourcentage du PIB depuis 2010 pour atteindre un record historique de plus de 170 % du PIB en 2019 (graphique 1). Bien que l'essentiel de cette hausse soit imputable à la Chine, ne serait-ce qu'en raison de sa taille, l'accumulation de dette a été généralisée : dans près de 80 % des pays émergents et des pays en développement, la dette a été plus élevée en 2018 qu'en 2010. Même sans la Chine, elle a augmenté de 20 points de pourcentage du PIB, atteignant 108 % en 2019. Avec les mesures de riposte que ces pays prennent face à la pandémie, la dette ne fera qu'augmenter.

La récession mondiale actuelle est d'une gravité exceptionnelle. Comme les crises précédentes, elle met à l'épreuve la résilience des pays et des entreprises très endettés.

Quelles sont les politiques que les pays émergents et les pays en développement très endettés doivent mettre en œuvre pour atténuer les dégâts de la pandémie et favoriser une reprise durable ? L'histoire peut donner aux décideurs de précieuses indications.

Vagues d'endettement

Comme nous l'avons récemment étayé dans notre étude *Global Waves of Debt*, avant la période actuelle, les pays émergents et les pays en développement ont connu trois vagues successives d'accumulation généralisée de dette entre 1970 et 2009 :

- **1970–89** : Avec à la fois de faibles taux d'intérêt réels et une croissance rapide du marché des prêts syndiqués durant la plus grande partie des années 70, les gouvernements d'Amérique latine et les pays à faible revenu, en particulier d'Afrique subsaharienne, ont été incités à beaucoup emprunter, ce qui s'est terminé par une série de crises financières au début des années 80. Une longue période d'allègement et de restructuration de la dette a alors suivi, avec le plan Brady, l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés et l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (ces deux dernières avec l'appui de la Banque mondiale et du FMI) —, mais ce fut malgré tout une décennie perdue pour la croissance et la réduction de la pauvreté.
- **1990–2001** : La libéralisation des marchés financiers et de capitaux a permis aux banques et aux entreprises d'Asie de l'Est et du Pacifique et aux gouvernements d'Europe et d'Asie centrale d'emprunter massivement, notamment en devises, entraînant une série de crises entre 1997 et 2001, lorsque la confiance des investisseurs s'est affaiblie. Le règlement de la dette privée a nécessité des plans de sauvetage à grande



échelle des banques et des entreprises, souvent avec l'aide de la Banque mondiale et du FMI.

- **2002–09** : Une hausse des emprunts du secteur privé en Europe et en Asie centrale auprès de mégabancs ayant leur siège social dans l'UE a suivi l'assouplissement des réglementations — lorsque la crise financière mondiale a bouleversé le financement bancaire durant la période 2007–09 — et a fait basculer plusieurs de ces pays dans la récession. Le règlement de la dette a été un effort paneuropéen et a requis, encore une fois, des plans de sauvetage des banques et une aide internationale.

Ces trois vagues historiques d'endettement avaient plusieurs points communs. Elles ont toutes commencé durant des périodes de faibles taux d'intérêt réels et, souvent, des innovations financières ou une évolution des marchés financiers en faveur de l'emprunt leur ont ouvert la voie. Elles se sont toutes terminées par des crises financières généralisées et ont coïncidé avec des récessions (1982, 1991, 2009) ou des ralentissements (1998, 2001) à l'échelle mondiale. Les crises ont en général été déclenchées par des chocs qui se sont traduits par de brusques hausses de l'aversion au risque chez les investisseurs, ainsi que des primes de risques ou des coûts d'emprunt, suivies d'arrêts brutaux des entrées de capitaux et de profondes récessions. Ces crises financières ont souvent donné lieu à des réformes visant

à réduire les facteurs de vulnérabilité (avec notamment une accumulation accrue de réserves) et à renforcer les cadres d'action. À la suite des crises financières, nombre de pays émergents ont ciblé l'inflation, assoupli leur taux de change, instauré des règles budgétaires ou contrôlé plus strictement leur secteur financier.

Ces trois premières vagues ont aussi présenté de nettes différences. Les instruments financiers utilisés pour emprunter ont évolué avec l'apparition de nouveaux dispositifs et acteurs financiers. Lors de la première vague, les pays émergents ont vu une accumulation rapide de leur dette souveraine, tandis que les deux vagues suivantes ont surtout été marquées par les emprunts du secteur privé (bien que, durant la crise asiatique, nombre d'entreprises étaient considérées quasi-souveraines). La gravité des dégâts économiques ont varié selon les crises financières et selon les régions. Les pertes de production ont été particulièrement lourdes et prolongées au lendemain de la première vague, lorsque l'essentiel de la dette avait été accumulée par les États. Entre-temps, dans nombre de pays, les cadres d'action améliorés à l'issue des deux premières vagues d'endettement ont contribué à atténuer les dommages de la crise financière mondiale marquant la fin de la troisième vague.

Quatrième vague

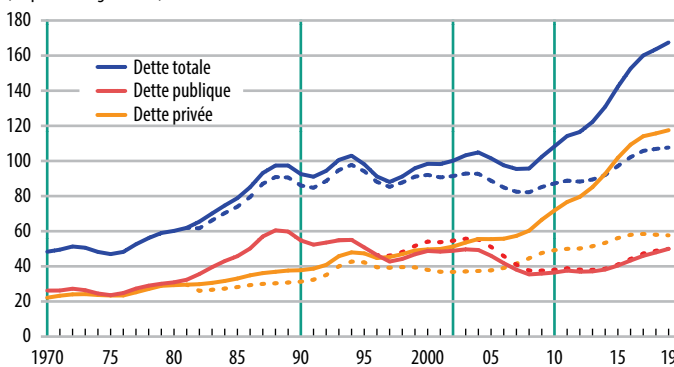
Au cours de la vague actuelle, débutée en 2010, la dette a atteint des niveaux records et celle du secteur privé s'est accrue

Graphique 1

Explosion de la dette (1970–2019)

Au cours des dix dernières années, la dette totale des pays émergents et des pays en développement a atteint un pic historique.

(en pourcentage du PIB)



Sources : Banque mondiale ; Fonds monétaire international ; Kose *et al.* (2020).

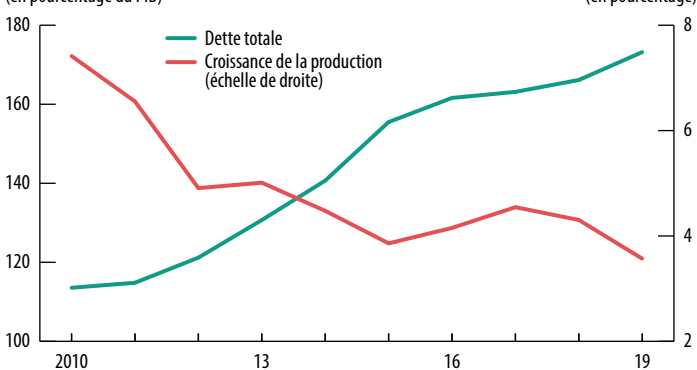
Note : Les agrégats sont calculés en utilisant une pondération du PIB en dollars courants et sont présentés sous forme de moyenne mobile sur trois ans. Les lignes en tiret représentent la dette hors Chine. Les lignes verticales marquent le début des vagues d'endettement, en 1970, 1990, 2002 et 2010.

Graphique 2

Croissance et dette (2010–19)

La croissance, accompagnée d'une augmentation de la dette dans les pays émergents et les pays en développement, n'a cessé d'être inférieure aux attentes.

(en pourcentage du PIB)



Sources : Banque mondiale ; Fonds monétaire international ; Kose *et al.* (2020).

Note : Dette totale (en pourcentage du PIB) et croissance du PIB réel (pondérée par le PIB aux prix et taux de change de 2010) dans les pays émergents et les pays en développement.

particulièrement vite. Dans les pays exportateurs de produits de base, la dette du secteur public a considérablement augmenté après l'effondrement des cours de ces produits en 2014–15. La vague actuelle présente un certain nombre de similitudes et de différences intéressantes avec les vagues précédentes. Comme à plusieurs reprises par le passé, les taux d'intérêt mondiaux ont été très faibles depuis la crise financière mondiale et — jusqu'à la pandémie — la recherche de rendement qui en a découlé de la part des investisseurs a contribué à resserrer les écarts de taux avec les pays émergents. Jusqu'à récemment, un certain nombre de grandes transformations sur les marchés financiers ont de nouveau stimulé l'emprunt, notamment l'essor des banques régionales, un appétit grandissant pour les obligations en monnaie

locale et la demande croissante de dette des pays émergents et des pays en développement de la part du secteur financier non bancaire en plein essor. Comme lors des vagues précédentes, les facteurs de vulnérabilité se sont intensifiés dans ces pays avec la progression de la vague actuelle dans un contexte de ralentissement de la croissance économique.

Il existe aussi des différences notables. L'augmentation annuelle de la dette de près de 7 points de pourcentage du PIB en moyenne depuis 2010 pour cette catégorie de pays a été nettement plus forte qu'au cours de chacune des trois précédentes vagues. En outre, tandis que les vagues précédentes ont été en grande partie régionales, la quatrième a été généralisée, puisque la dette totale a augmenté dans près de 80 % de ces pays et d'au moins 20 points de pourcentage du PIB dans plus de 45 % d'entre eux. Après avoir considérablement diminué au cours de la période 2000–10, la dette s'est également accrue dans les pays à faible revenu, pour atteindre 65 % du PIB en 2019, contre 47 % du PIB en 2010. Enfin, la dette a augmenté dans le secteur financier non bancaire, qui semble faire l'objet d'un contrôle plus léger et être moins résilient que le système bancaire, intégralement restructuré après la crise financière mondiale.

Les pays émergents et les pays en développement ont enduré des périodes d'instabilité durant la vague actuelle d'accumulation de dette, mais les tensions financières graves et généralisées ne sont apparues qu'avec la pandémie de COVID-19. D'autres facteurs de vulnérabilité, tels que des déficits budgétaires et extérieurs croissants et un glissement vers un niveau d'endettement plus risqué, compromettent davantage la capacité de ces économies à résister aux tensions financières. La proportion de dette publique détenue par des investisseurs non résidents a atteint 43 % en 2018 et la dette des entreprises libellée en devises est

passée de 19 % du PIB en 2010 à 26 % du PIB en 2018. Dans les pays à faible revenu, plus de la moitié de la dette publique est non concessionnelle. Un endettement croissant et une composition plus risquée de la dette ont accompagné une décennie où la croissance n'a cessé d'être inférieure aux attentes (graphique 2).

La pandémie a brusquement coupé court à la tranquillité sur les marchés financiers et met désormais à l'épreuve la résilience des économies, des institutions et de la politique économique des pays émergents, qui se trouvent confrontés à la réalité de la récession mondiale dans une position beaucoup plus vulnérable qu'au moment de la crise de 2009. Les évolutions récentes pourraient faire basculer un certain nombre d'entre eux dans un surendettement généralisé, comme celui qui a marqué la fin



des vagues précédentes. Cela est d'autant plus probable compte tenu, premièrement, de la gravité exceptionnelle de la récession actuelle qui atteint les moindres recoins de l'économie mondiale et, deuxièmement, des perspectives plus faibles d'une reprise vigoureuse dans un contexte d'éventuels rebonds de l'épidémie et d'hostilité grandissante envers la mondialisation.

Surfer sur la vague

Dans l'immédiat, il est primordial de lutter contre la crise sanitaire, quel qu'en soit le coût budgétaire. Les déficits des finances publiques dans ces pays devraient se creuser d'environ 5 points de pourcentage du PIB en moyenne en 2020 (FMI, 2020). Les investisseurs sont davantage susceptibles d'accepter ces positions budgétaires précaires, telles qu'une dette élevée et des déficits considérables, si les pays mettent en place aujourd'hui des mécanismes et des institutions qui rétabliront la viabilité budgétaire une fois la reprise amorcée.

L'étude des précédentes vagues d'endettement montre bien le rôle déterminant des choix de politique économique pour le dénouement des événements. Même si les chocs extérieurs ont en général déclenché les crises financières, les cadres d'action et les choix de politique économique nationaux en ont fortement influencé les retombées sur les économies des pays. Les priorités spécifiques dépendent en définitive des circonstances nationales, mais, à partir de notre analyse, quatre grands axes de la politique économique peuvent aider les pays émergents à braver la récession mondiale actuelle malgré un niveau élevé d'endettement :

- **Gestion avisée et transparente de la dette** : Les pays ayant un besoin de financement immédiat, il est essentiel que la gestion de la dette soit avisée et transparente pour que la dette d'aujourd'hui puisse être remboursée demain et que les coûts d'emprunt soient bien maîtrisés, que la viabilité de la dette soit finalement rétablie et que les risques budgétaires soient contenus. Si les banques centrales contribuent au financement budgétaire, les cadres d'action assurant un retour à la politique monétaire d'avant la pandémie peuvent stimuler la confiance des investisseurs. Les créanciers, notamment les institutions financières internationales, peuvent montrer la voie en favorisant l'adoption de normes communes.
- **Bonne gouvernance** : Même avec une relance budgétaire de grande envergure pour soutenir l'activité aujourd'hui en chute libre, il convient toutefois de dépenser judicieusement les ressources. Dans le cas de plusieurs crises précédentes, il est apparu rétrospectivement que les fonds empruntés ont été affectés à des fins qui n'ont augmenté ni les recettes d'exportations, ni la productivité ou la production potentielle. Compte tenu en particulier des considérables bouleversements dans l'économie mondiale actuelle, de solides dispositifs de faillite s'imposent pour empêcher que le surendettement ne pèse sur l'investissement pendant de trop longues périodes.

- **Réglementation et contrôle efficaces** : Même si un relâchement provisoire des réglementations est approprié dans le contexte actuel, une réglementation et un contrôle volontaristes du secteur financier peuvent aider les décideurs à détecter les risques qui se profilent et à y remédier. Avec l'amorce de la reprise, des marchés financiers plus développés peuvent contribuer à mobiliser l'épargne intérieure, qui pourrait s'avérer être une source de financement plus stable que l'emprunt extérieur.
- **Politiques macroéconomiques robustes** : Des dispositifs monétaire, budgétaire et de change robustes peuvent préserver la résilience des pays émergents et des pays en développement sur fond d'un contexte économique mondial très fragile. Les tensions actuelles sur les marchés limitent l'exposition aux devises, mais la souplesse des taux de change peut quelque peu atténuer le coup porté à l'économie intérieure à court terme ; à plus long terme, des taux souples peuvent décourager l'accumulation de fortes asymétries bilanciales et prévenir de graves désalignements des taux de change. Dans le contexte des tensions actuelles de financement, les politiques des recettes et des dépenses doivent être adaptées pour accroître les ressources budgétaires en faveur des dépenses prioritaires consacrées à la santé et à l'aide aux pans de la population les plus vulnérables. Il peut s'avérer nécessaire d'invoquer des clauses dérogatoires aux règles budgétaires durant la crise, mais ce sont ces règles qui contribueront à rétablir la viabilité budgétaire une fois la reprise amorcée. Il est toutefois essentiel, une fois que la reprise gagne du terrain, d'avoir des règles et des dispositifs budgétaires qui conduisent à l'abandon des mesures de relance et rétablissent la viabilité des finances publiques.

Seul le temps dira si la vague d'endettement actuelle se terminera comme les précédentes, par une série de crises financières. La nature et l'ampleur du choc infligé par la pandémie mettront à très rude épreuve même les économies les plus résilientes. La coopération et le soutien de tous les pays n'ont jamais été aussi fondamentaux. Toutefois, nous ne devons pas oublier l'enseignement numéro un des précédentes vagues d'endettement : la politique économique nationale est primordiale pour lutter contre les crises financières. **FD**

M. AYHAN KOSE est directeur du Groupe des perspectives de la Banque mondiale, au sein duquel **FRANZISKA OHNSORGE** est chef d'équipe et **PETER NAGLE** et **NAOTAKA SUGAWARA** sont économistes principaux.

Bibliographie :

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Fiscal Monitor: Policies to Support People during the COVID-19 Pandemic*. Washington, DC, April.

Kose, M. A., P. Nagle, F. Ohnsorge, and N. Sugawara. 2020. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: World Bank.