



REGARDS SUR LA DETTE

La dette au grand jour

Il faut faire toute la lumière sur les passifs cachés et leurs modalités pour assurer la relance économique et prévenir les crises

Ceyla Pazarbasioglu et Carmen M. Reinhart

Avec la crise de la COVID-19 qui se prolonge, les pays émergents et en développement entrent à présent dans des eaux dangereuses rappelant certains défauts de paiement passés. Bien que tous les pays aient accumulé des dettes pour combattre la pandémie, la reprise économique des pays émergents et en développement est considérablement retardée par rapport à celle de leurs homologues avancés. Les politiques monétaires plus restrictives des pays avancés vont faire grimper les taux d'intérêt internationaux, ce qui tend à accentuer la pression sur les monnaies et augmenter les risques de défaillance. Pour ne rien arranger, on ne connaît pas précisément l'ampleur des engagements de nombreux pays émergents et en développement ni les conditions dont ils sont assortis. Si ces pays veulent favoriser une reprise durable et limiter le risque de crise, ils doivent comptabiliser toutes leurs dettes cachées, publiques comme privées.

Les pays émergents et en développement ont des défis complexes à relever, avec, d'après l'édition d'octobre 2021 du Moniteur des finances publiques, des perspectives de croissance moins favorables, un espace budgétaire limité et des risques de refinancement accrus en raison des échéances raccourcies de la dette publique. Nombre d'entre eux présentent une intolérance à la dette, notamment en raison de leurs antécédents de crédit et d'une instabilité macroéconomique plus prononcée. Beaucoup ont connu des crises avec des niveaux d'endettement (graphique 1) inférieurs à ceux de 2021 (Reinhart, Rogoff et Savastano, 2003).

Une caractéristique fréquente des crises de la dette est l'augmentation en flèche des niveaux de dette, souvent consécutive à de fortes dépréciations des taux de change dans les pays dont la dette est libellée en devises et à la prise en charge par les pouvoirs publics de « passifs conditionnels » accumulés par les entreprises publiques, les collectivités infranationales, les banques ou les sociétés. Comme ces crises vont de pair avec une croissance ralentie, une inflation accrue et des revers dans la lutte contre la pauvreté et la réalisation d'autres objectifs de développement, les défauts de paiement prolongés abîment le tissu économique et social des pays débiteurs.

La dette en devises du secteur public reste une source de vulnérabilité (mais peut-être moins qu'avant). En cas de dépréciation prolongée du taux de change, le gouvernement pourrait se sentir contraint de renflouer les entités privées ayant des engagements en devises considérables. Ce type de sauvetage pourrait entraîner une hausse soudaine des besoins de financement publics, comme lors de nombreuses crises passées dans les pays avancés et les pays émergents et en développement.

En moyenne, les écarts de taux sur la dette souveraine des pays émergents sont proches de leurs niveaux pré-pandémiques malgré le gonflement des dettes publiques et les rétrogradations d'emprunteurs souverains. Néanmoins, en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt mondiaux lors de la dernière décennie, le fardeau du service de la dette extérieure des pays émergents n'a cessé de s'alourdir (graphique 2), augmentant très nettement en 2020, quand les exportations ont chuté, la dette a culminé et les conditions d'emprunt se sont détériorées pour bon nombre de ces pays.

Les conditions de financement mondiales sont amenées à se dégrader, car les banques centrales des pays avancés resserrent leur politique pour juguler les tensions inflationnistes qui persistent de manière inattendue. La réduction par la Chine de ses prêts à l'étranger devrait accentuer la tendance : ce créancier s'occupe actuellement des faillites dans son propre secteur immobilier, et de la détérioration de nombre de ses prêts à des pays en développement et émergents.

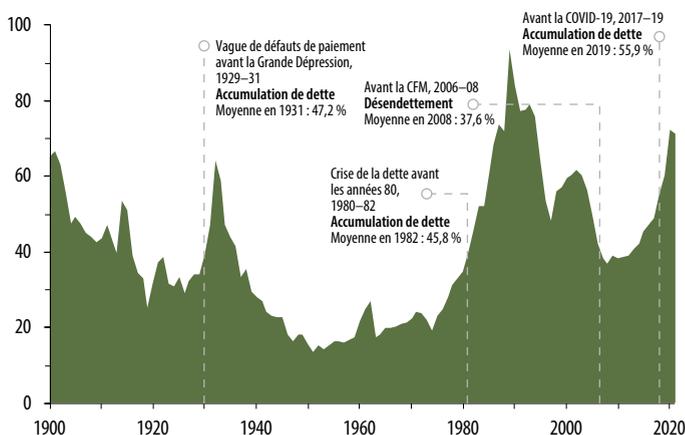
Dans ces pays, de surcroît, la part de la dette intérieure souveraine a fortement progressé durant les deux dernières décennies (FMI, 2021). Les investisseurs étrangers s'étant retirés pendant la pandémie, les États se sont tournés vers leurs systèmes bancaires respectifs pour couvrir leurs besoins de financement. Avec l'augmentation de la dette publique détenue

Graphique 1

Point de rupture

De nombreux pays émergents et en développement ont connu des crises avec des niveaux d'endettement plus bas que ceux de 2021.

(dette publique en pourcentage du PIB, 1900–2021, moyenne non pondérée, 46 PEPD)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, Reinhart et Rogoff (2009).

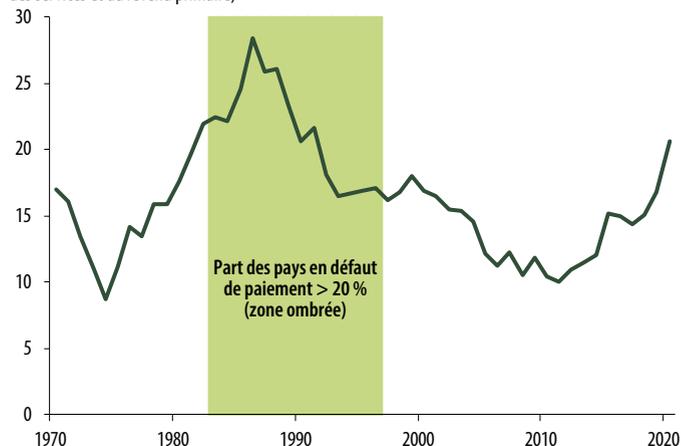
Note : Les lignes en tiret couvrent quatre épisodes critiques : 1929–31 et 1980–82, début de grandes crises de la dette dans les PEPD ; 2006–08, début de la CFM (concerne essentiellement les pays avancés) ; et 2017–19, accumulation de dette dans les PEPD avant la COVID-19. CFM = crise financière mondiale ; PEPD = pays émergents et pays en développement.

Graphique 2

Envolée des taux

Malgré le faible niveau des taux d'intérêt mondiaux dans la dernière décennie, la charge du service de la dette extérieure des PEPD augmente régulièrement, avec une progression très nette en 2020.

(moyenne du montant total du service de la dette extérieure, PEPD, en pourcentage des biens, des services et du revenu primaire)



Sources : Banque mondiale, *International Debt Statistics*, Reinhart et Rogoff (2009).

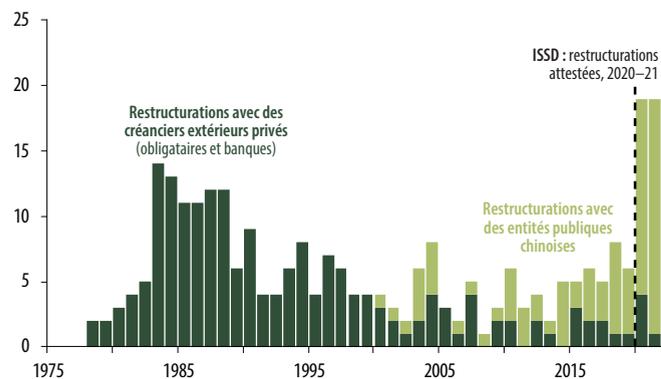
Note : Les parts des pays en défaut de paiement sont exprimées par rapport au nombre total de pays (193 en 2020). La moyenne du service de la dette se rapporte à 123 PEPD. PEPD = pays émergents et pays en développement.

Graphique 3

Sous les radars

L'envolée des dettes cachées est à l'origine d'une multiplication des restructurations de dettes non comptabilisées.

(nombre de restructurations de dettes souveraines extérieures)



Source : Horn, Reinhart et Trebesch (à paraître).

Note : Ce graphique combine des données sur les restructurations de créances sinistrées de créanciers extérieurs privés (obligataires et banques) et les données sur les créanciers chinois. S'agissant de ces derniers, on recense 33 rééchelonnements de la dette avec des pays à haut risque de surendettement ou surendettés, dans le sillage de l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD). Pour éviter tout biais, 149 restructurations « symboliques » de petits prêts à taux zéro ont été exclues.

par les banques nationales des pays émergents, le surendettement des emprunteurs souverains pourrait se propager aux banques, aux fonds de pensions, aux ménages et à d'autres pans de l'économie intérieure.

Les risques liés à la dette sont élevés et devraient le rester encore plusieurs années, car la pandémie a durablement accru les besoins de financement bruts du secteur public dans les pays émergents et en développement. Nombre d'entre eux ont épuisé les sources de financements intérieures et leur capacité à emprunter auprès de la banque centrale (comme certains l'ont fait à de multiples reprises depuis début 2020) sera plus limitée si les tensions inflationnistes perdurent. De telles évolutions pourraient accroître la dépendance des pays émergents et en développement aux financements extérieurs et les exposer à des risques accrus de tarissement soudain de ces financements. Enfin et surtout, les besoins de financement, de même que la dette, sont généralement supérieurs aux prévisions.

Des bilans opaques

Nombre d'États débiteurs cherchant à éviter un défaut de paiement désordonné et prolongé se heurtent à un obstacle majeur : une majorité de leurs créanciers ou des institutions financières internationales qui les soutiennent ignorent souvent le véritable montant de leurs engagements et les conditions dont ils sont assortis. Quand les cours mondiaux des produits de base étaient élevés et que le monde connaissait

une relative prospérité, c'est-à-dire jusqu'en 2014 environ, de nombreux pays émergents et en développement ne se sont pas limités au Club de Paris et se sont massivement financés auprès d'autres États, en particulier la Chine. Une partie non négligeable de ces dettes ne figure dans aucune des grandes bases de données et passe sous les radars des agences de notation. Du côté des entreprises publiques ou bénéficiant d'une garantie de l'État, dont les normes de déclaration varient, les emprunts extérieurs se sont aussi intensifiés. L'envolée des dettes cachées a été suivie d'une augmentation des restructurations de dettes non comptabilisées (graphique 3) et des défauts de paiement cachés (Horn, Reinhart et Trebesch, à paraître). On sait relativement peu de choses sur les conditions dont sont assorties ces dettes ou leurs restructurations. L'opacité a toujours compromis, ou à tout le moins retardé, le règlement des crises.

L'absence de transparence des bilans n'est pas l'apanage du secteur public. Comme l'indique le *Rapport sur le développement dans le monde 2022*, de nombreux pays ont opté pour l'indulgence comptable et réglementaire et introduit des garanties pour atténuer les répercussions économiques de la pandémie. La conséquence involontaire de ces mesures est que les prêts improductifs ont pu augmenter sans que cela n'apparaisse encore dans les bilans bancaires. Cette progression des prêts improductifs cachés combinée à la multiplication des avoirs en titres souverains ont rendu encore plus étroits les liens entre dette souveraine et dettes bancaires, la solidité financière des banques devenant ainsi de plus en plus indissociable de celle de l'État. Les crises bancaires et les crises de la dette souveraine se suivent souvent de près (Reinhart et Rogoff, 2011). La pandémie a renforcé ce cercle infernal et accentué l'opacité des bilans dans les secteurs privé et public.

Détection, transparence et règlement

Une stratégie globale visant à améliorer la transparence dans les secteurs public, financier et celui des entreprises et à évaluer et supprimer les risques bilantiels identifiés constitue une première étape, à la fois pour soutenir la relance économique dans les pays émergents et en développement et pour régler les problèmes de dette souveraine dans les pays déjà surendettés. Plus d'un an s'est écoulé depuis que le Groupe des Vingt a introduit le cadre commun pour les traitements de dette afin de s'occuper des emprunteurs souverains confrontés à des problèmes de dette chroniques ; à ce jour, aucun des pays concernés n'a vu sa dette restructurée. Comme lors d'épisodes antérieurs, les retards sont de nature variable et imputables tant aux créanciers qu'aux débiteurs ; toutes les parties prenantes doivent agir sans attendre pour que le cadre commun produise des résultats. Il s'agit notamment de préciser les étapes et le calendrier du processus et de suspendre le service de la dette pendant la durée des négociations.

Les contrats de prêt sont un domaine crucial dans lequel il faut davantage de transparence. En dehors des modalités habituelles (échéance, taux d'intérêt, devise), les caractéristiques principales (nantissement, défaut croisé, clause de confidentialité, etc.) des contrats de financement signés par des pays émergents sont rarement divulgués. La dette publique extérieure nantie a augmenté depuis quelques années, mais les évaluations précises du poids de ce secteur sont assez peu nombreuses. Les emprunts obligataires syndiqués avec nantissement et les prêts contractés auprès de créanciers privés se concentrent dans un petit nombre de pays, y compris les contrats opaques avec des négociants en pétrole. Certains éléments semblent aussi indiquer que les prêts bilatéraux de la Chine concernant des infrastructures sont généralement nantis (Gelpern *et al.*, 2021).

Comme nous l'avons indiqué par ailleurs, la transparence ne garantit pas de pouvoir relever tous les défis, mais elle peut largement contribuer à augmenter les chances d'une restructuration rapide et ordonnée en renforçant la confiance au sein des différents groupes de créanciers, une confiance aujourd'hui assez limitée. Les informations sur les prêts doivent provenir de tous les créanciers et débiteurs ; les institutions multilatérales continuent de combler les lacunes dans les bases de données existantes et en construisent de nouvelles, plus complètes, et révisent leurs politiques de prêt pour renforcer les obligations d'information.

Les politiques budgétaires, monétaires et du secteur financier ont contribué à la stabilité financière pendant la pandémie. Le retrait futur de ces mesures risque de révéler des vulnérabilités susceptibles de mettre le secteur bancaire en difficulté. Il est essentiel d'agir rapidement et il faudra améliorer la transparence concernant la qualité des avoirs bancaires — y compris l'exposition aux passifs souverains et conditionnels — en examinant la qualité des avoirs et en effectuant des tests de résistance pour préparer des plans de secours. Un diagnostic précis des risques est un premier pas vers la résolution des problèmes et la restructuration des actifs le cas échéant.

Patauger en recyclant et renouvelant les prêts à l'infini — une tactique appliquée déjà de nombreuses fois — est le meilleur moyen de retarder la reprise. Quand les évaluations plaident pour des plans de recapitalisation crédibles ou la restructuration des passifs, des mesures devraient rapidement être prises en conséquence et de manière à ne pas alourdir le fardeau des dettes souveraines. Dans certains pays, la situation peut justifier une intervention de l'État, notamment des programmes ciblés pour réduire le surendettement dans le secteur des ménages et celui de l'immobilier commercial. Surtout, pour éviter la « zombification », la restructuration des actifs doit être axée sur les forces du marché, s'appuyer sur une réglementation plus stricte, y compris dans les domaines de la classification

des pertes sur créances, des provisions et de l'information, et sur une surveillance plus étroite.

Le FMI et la Banque mondiale continueront d'œuvrer pour la transparence grâce à la diffusion des données, au renforcement des capacités et aux politiques de prêt, afin de contribuer à la restructuration des dettes souveraines. Dans le cadre d'un examen permanent des politiques de prêt aux pays en situation d'arriérés ou dont la dette est en cours de restructuration, les services du FMI proposent une nouvelle politique en vertu de laquelle le Fonds ne peut accorder de prêts qu'aux pays communiquant à l'ensemble des créanciers des renseignements détaillés sur l'encours total de leurs dettes et toutes les conditions afférentes. Ces informations seraient à fournir aussi bien par les pays ayant déjà des arriérés que par ceux cherchant à les éviter.

Dans l'édition la plus récente des Statistiques internationales sur la dette publiées par la Banque mondiale, la couverture de la dette a été substantiellement améliorée l'an passé. Les dernières statistiques ont recensé et ajouté presque 200 millions de dollars de prêts qui n'y apparaissaient pas auparavant. En termes de couverture, c'est l'avancée la plus notable en 50 ans de publications de la Banque mondiale consacrées à la dette (Horn, Mihalyi et Nickol, 2022). Environ 60 % des pays à faible revenu présentent aujourd'hui un risque élevé de surendettement ou sont déjà surendettés, contre moins de 30 % en 2015. Bien qu'en matière de transparence, les lacunes soient particulièrement flagrantes dans ces pays, le problème est aussi très fréquent dans les pays émergents et en développement. Les risques encourus en ne comblant pas ces lacunes au plus vite sont considérables et en forte augmentation. **ID**

CEYLA PAZARBASIOGLU dirige le département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI. **CARMEN M. REINHART** est Première vice-présidente et économiste en chef du Groupe de la Banque mondiale.

Bibliographie :

- Gelpern, Anna, Sebastian Horn, Christoph Trebesch, Scott Morris, and Bradley Parks. 2021. "How China Lends: A Rare Look at 100 Debt Contracts with Foreign Governments." Peterson Institute for International Economics Working Paper Series WP21-7, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, David Mihalyi, and Philipp Nickol. 2022. "Hidden Debt Revelations." Unpublished. World Bank, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. Forthcoming. "Hidden Defaults." *American Economic Review: Papers and Proceedings*, May 2022.
- International Monetary Fund (IMF). 2021. "Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt." Policy Paper 2021/071, Washington, DC.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 191 (5): 1676–706.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. 2003. "Debt Intolerance." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (Spring): 1–74.