



## Assemblée générale

Distr. générale  
18 novembre 2009  
Français  
Original : espagnol

---

### Soixante-quatrième session Deuxième Commission

Points 51 c) et 52 de l'ordre du jour

#### Questions de politique macroéconomique : dette extérieure et développement : pour un règlement durable du problème de la dette des pays en développement

Suivi et mise en œuvre des textes issus de la Conférence  
internationale de 2002 sur le financement du développement  
et de la Conférence d'examen de 2008

### Lettre datée du 9 novembre 2009, adressée au Secrétaire général par la Représentante permanente du Nicaragua auprès de l'Organisation des Nations Unies

J'ai l'honneur de me référer à la note établie par le secrétariat de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), intitulée « Incidence de la crise financière et économique sur la viabilité de la dette dans les pays en développement », qui a été présentée aux États Membres lors d'une réunion officielle (voir annexe).

Établie à la demande de l'ancien Président de l'Assemblée générale, Miguel d'Escoto Brockman, qui souhaitait que la CNUCED élabore un document sur l'incidence de la crise et la viabilité de la dette, la note devait contribuer aux discussions du groupe de travail spécial à composition non limitée de l'Assemblée générale chargé du suivi de la Conférence des Nations Unies sur la crise financière et économique mondiale et son incidence sur le développement.

Je vous serais obligée de bien vouloir faire distribuer la note comme document de l'Assemblée générale à sa soixante-quatrième session, au titre des points 51 c) et 52 de l'ordre du jour.

La Représentante permanente  
(Signé) Maria **Rubiales de Chamorro**



**Annexe à la lettre datée du 9 novembre adressée  
au Secrétaire général par la Représentante permanente  
d Nicaragua auprès de l'Organisation des Nations Unies**

[Original : anglais]

**Incidence de la crise financière et économique sur la viabilité  
de la dette dans les pays en développement**

**Note du Secrétariat de la Conférence des Nations Unies  
sur le commerce et le développement (CNUCED)**

**Septembre 2009**

**Table des matières**

	<i>Page</i>
I. Introduction . . . . .	3
II. Tendances récentes . . . . .	3
III. Viabilité de la dette dans les pays en développement et les économies avancées . . . . .	10
IV. Comment réduire le risque d'insolvabilité . . . . .	14
V. Conclusions . . . . .	20
Annexe	
Viabilité de la dette extérieure et viabilité des finances publiques . . . . .	23

## I. Introduction

1. Le présent document fait suite à la demande adressée le 6 juillet 2009 par l'ancien Président de l'Assemblée générale, Miguel d'Escoto Brockman, au secrétariat de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) pour qu'il présente un rapport sur l'incidence de la crise financière et économique sur la viabilité de la dette. Le document contribue également au suivi de la Conférence des Nations Unies sur la crise financière et économique et son incidence sur le développement, qui s'est tenue en juin 2009.

2. Le chapitre II du document décrit l'impact de la crise sur les pays en développement. Elle montre que la crise a fait ressortir, une fois encore, la vulnérabilité des pays en développement aux chocs externes et que la récession mondiale suscite des inquiétudes quant à leur capacité d'en sortir indemnes sans être plongés dans une crise d'endettement au cours des années à venir. Dans ce contexte, il est essentiel que les responsables politiques soient attentifs aux facteurs déterminants de la viabilité de la dette et à leur évolution au cours des deux dernières années. On aurait cependant tort de considérer la viabilité de la dette comme simplement la capacité de continuer à honorer les obligations au titre du service de la dette sans tenir compte du fait que l'accroissement des coûts du service de la dette réduit inévitablement les ressources disponibles pour lutter contre la pauvreté et réaliser les objectifs du Millénaire pour le développement.

3. Le chapitre III montre qu'il suffit d'un encours de la dette relativement faible par rapport à la norme dans les pays développés pour plonger les pays en développement dans une crise d'endettement (ce phénomène est souvent qualifié d'intolérance à la dette). On y rejette l'idée reçue selon laquelle ce phénomène est imputable à des politiques mal avisées ou à des institutions inefficaces en faisant valoir que les facteurs déterminants de l'intolérance des pays en développement à la dette sont la structure de leur économie et la structure de leur dette.

4. Le chapitre IV examine les politiques à long terme menées aux niveaux international et national pour réduire la probabilité d'une crise d'endettement. Ce chapitre met également en lumière le fait que l'amélioration des politiques n'empêchera ni les crises d'endettement ni les défaillances d'emprunteurs souverains et que l'on pourrait atténuer le coût de ces crises en mettant en place un mécanisme international de règlement du problème de la dette qui permettrait d'engager un processus rapide, équitable et transparent de restructuration de la dette.

## II. Tendances récentes

5. La crise financière déclenchée en 2007 par la multiplication des incidents de remboursement des crédits immobiliers à risque aux États-Unis d'Amérique a plongé l'économie mondiale dans la plus grave récession depuis 70 ans. La crise s'est propagée du secteur financier à l'économie réelle dans le courant de 2008 et s'est considérablement aggravée après la faillite de Lehman Brothers en septembre. Le débat engagé en 2008 sur le découplage entre les pays en développement et les pays développés en perte de vitesse n'a abouti à aucun résultat mais à la fin de l'année, tout donnait à penser que les pays en développement devraient faire face à

une nette détérioration de leurs perspectives de croissance et à une dégradation de plusieurs grands indicateurs économiques et sociaux.

6. Selon les prévisions, les pays pauvres très endettés (PPTE) enregistreront une croissance moyenne de 2,7 % en 2009, contre 5,6 % en 2008 et 5,8 % en 2007. Dans les pays en développement qui ne sont pas très endettés, la croissance attendue du produit intérieur brut (PIB) ralentira à 0,7 % en 2009, contre 5,7 % en 2008 et 8,1 % en 2007. Ces chiffres masquent des écarts sensibles entre pays : les pays en développement non-PPTE (Chine non comprise) accuseront un recul de 1,8 % de leur PIB en 2009 par rapport à 2008, et quelque 62 pays en développement (sur un total de 166 pays pour lesquels on dispose de données) afficheront une croissance négative de la production en 2009, tandis qu'un nombre encore plus grand de pays verront leur production par habitant diminuer.

7. Le groupe des pays en développement a dégagé un excédent en compte courant égal à 3,5 % du revenu national brut (RNB) en 2007, mais cet excédent est tombé à 2,5 % du RNB en 2008 et devrait continuer à se résorber en 2009, pour atteindre 1,6 %. Parmi les pays bénéficiant d'un gros excédent, rares sont ceux qui peuvent influencer fortement la moyenne du groupe, et si l'on ne tient pas compte de la Chine, les chiffres sont encore plus inquiétants. Les pays en développement non-PPTE ont enregistré un excédent des paiements courants d'à peine 0,8 % du RNB en 2007, et en 2008 cet excédent s'était déjà transformé en un déficit égal à 0,3 % du RNB. En outre, plus de la moitié des pays en développement accusaient un déficit courant supérieur à 6 % du RNB en 2008 et ce chiffre atteignait 6,8 % pour l'ensemble des PPTE.

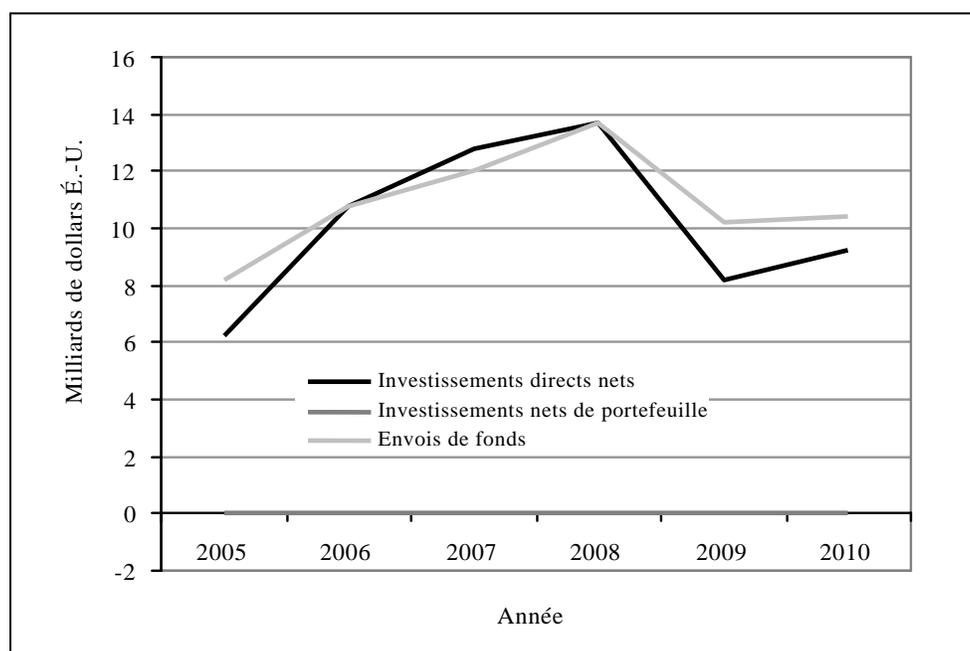
8. La détérioration de la balance des opérations courantes dans les pays en développement est due essentiellement à l'effondrement des exportations et, dans une moindre mesure, à la diminution des envois de fonds des travailleurs émigrés. La baisse des exportations, consécutive au tassement de la demande mondiale, a entraîné une chute de 30 % de la valeur des échanges internationaux de marchandises entre septembre 2008 et mars 2009. Ce repli s'explique par la diminution simultanée des volumes d'exportation et des prix à l'exportation, en particulier pour les produits de base. Si les pays à faible revenu exportateurs d'un seul produit seront probablement les plus touchés par la crise en raison de la forte contraction de l'activité industrielle des pays développés entre la fin de 2008 et le milieu de 2009, les pays en développement à revenu intermédiaire ont également accusé un net recul des exportations sous l'effet de la forte détérioration des échanges de biens manufacturés, elle-même causée par la baisse des dépenses de consommation dans les pays développés et les pays en développement.

9. Les envois de fonds représentant une part relativement faible du revenu des travailleurs émigrés, ces flux ont tendance à être assez stables même en période de ralentissement économique. Cela explique pourquoi ils ont mieux résisté à la crise récente que les autres apports financiers, bien qu'ils aient fortement diminué dans certains pays. Après avoir atteint un niveau record de 328 milliards de dollars en 2008, les envois de fonds à destination des pays en développement devraient diminuer de 7,3 % en 2009, comparé à une baisse de plus de 50 % des apports nets de capitaux privés pendant la même période. La diminution des envois de fonds est directement liée à la récession dans les pays développés et à la baisse du revenu global des migrants, qui travaillent généralement dans les secteurs les plus touchés, comme le bâtiment et la production automobile. L'Afrique subsaharienne et

l'Amérique latine seront les deux régions les plus touchées par la baisse des envois de fonds (8,3 % et 6,9 % respectivement). Les envois de fonds sont considérés à la fois comme un important facteur de stabilisation dans la dynamique des comptes courants de nombreux pays en développement et comme un moyen de protection contre la pauvreté pour les ménages bénéficiaires. C'est ce second effet qui préoccupe de nombreux pays en développement car la faiblesse de l'économie et la diminution des recettes publiques ont déjà remis en cause un certain nombre de programmes sociaux.

10. Face à la baisse générale des autres apports financiers, les envois de fonds ont gagné en importance, notamment dans les petits pays en développement. Dans les PPTE, les envois de fonds l'emporteront sur les investissements directs nets en 2009, qui ont chuté de plus de 30 % en 2008/09 dans le sillage de la crise financière (voir les figures I et II). On escompte que les pays les plus touchés par la diminution des envois de fonds en 2008 et 2009 seront le Guyana, Haïti, le Honduras, le Lesotho, la République de Moldova et le Tadjikistan.

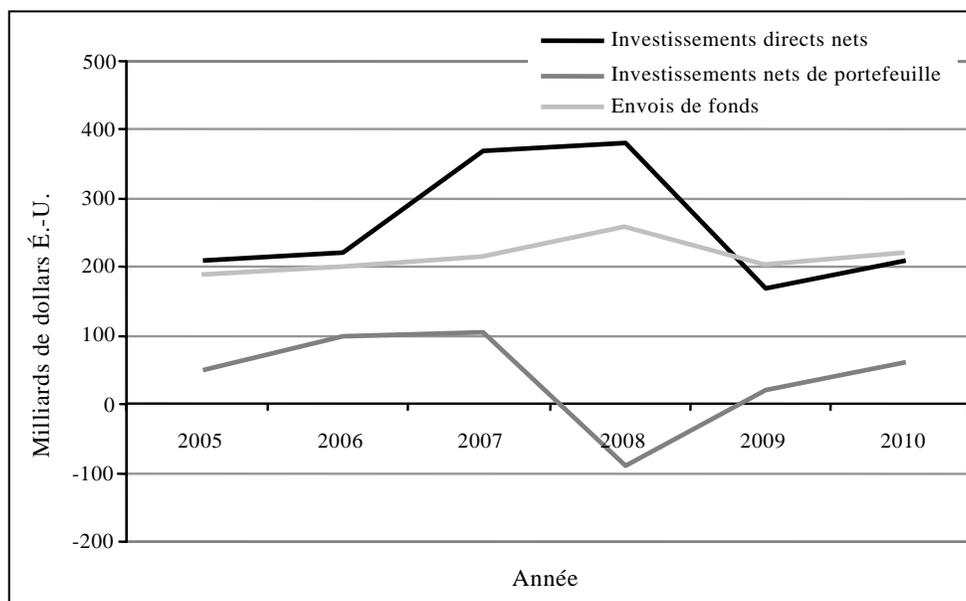
Figure I  
Apports financiers aux PPTE



Sources : Calculs de la CNUCED basés sur les Statistiques financières internationales du Fonds monétaire international, le *Rapport de la CNUCED sur l'investissement dans le monde*, des sources nationales et les estimations du groupe Economist Intelligence Unit (EIU).

Note : Selon les données disponibles.

Figure II  
**Apports financiers aux pays non-PPTE**



Sources : Calculs de la CNUCED basés sur les Statistiques financières internationales du Fonds monétaire international, le *Rapport de la CNUCED sur l'investissement dans le monde*, des sources nationales et les estimations EIU.

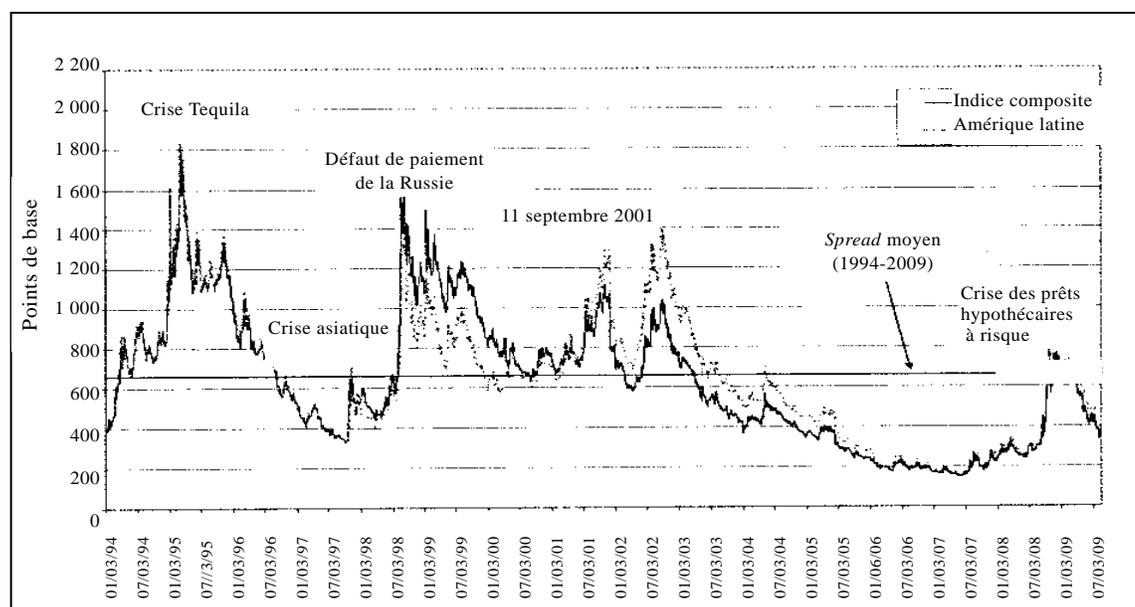
Note : Selon les données disponibles.

11. S'il est vrai que le passage d'un déficit à un excédent de la balance des opérations courantes pourrait être bénéfique pour certains pays en développement et que la mondialisation financière et les apports de capitaux privés qui l'accompagnent pourraient présenter tout au plus des avantages limités pour les pays en développement qui jouissent d'un excédent courant<sup>1</sup>, il est également vrai que les ajustements devraient être graduels. Par conséquent, une chute brutale des apports de capitaux privés pourrait s'avérer très douloureuse, du moins à court terme. Le tarissement des apports privés sera l'un des grands problèmes auxquels devront faire face un certain nombre de pays en développement en 2009. C'est tout particulièrement, mais pas exclusivement, le cas des pays qui accusent un déficit courant. Les apports nets de capitaux privés, qui excédaient 900 milliards de dollars au point culminant du cycle précédent en 2007, sont tombés à 465 milliards de dollars en 2008 et devraient être inférieurs à 200 milliards de dollars en 2009. Non seulement les apports de capitaux étrangers privés ont diminué au cours des deux dernières années, mais l'aggravation de la crise financière a rendu l'accès aux marchés financiers internationaux plus coûteux pour les pays en développement. La crise financière mondiale, qui a accentué l'aversion pour le risque, en particulier après l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008, a entraîné une hausse spectaculaire des *spreads* (marges actuarielles) sur emprunts souverains du groupe

<sup>1</sup> CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement, 2008* (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.08.II.D.21).

des pays émergents. L'écart de rémunération avec les bons du Trésor comparables est passé d'environ 200 points de base au milieu de 2007 à plus de 850 points de base à la fin de 2008 et au début de 2009, au plus fort de la crise (voir la figure III). Après une série d'interventions des autorités monétaires et budgétaires à travers le monde qui ont apaisé les craintes d'un effondrement du système financier mondial, les *spreads* ont commencé à diminuer à la fin de février 2009 et sont retombés aux niveaux qui avaient cours avant la faillite de Lehman Brothers. Cependant, au niveau actuel de 350 points de base, les charges d'emprunt du groupe des pays émergents resteront supérieures à leurs niveaux d'avant la crise, et le service de la dette pèsera plus lourdement sur l'économie des pays qui ont reconduit leur dette en 2009.

Figure III  
Indice composite des obligations des marchés émergents  
et *spreads* en Amérique latine



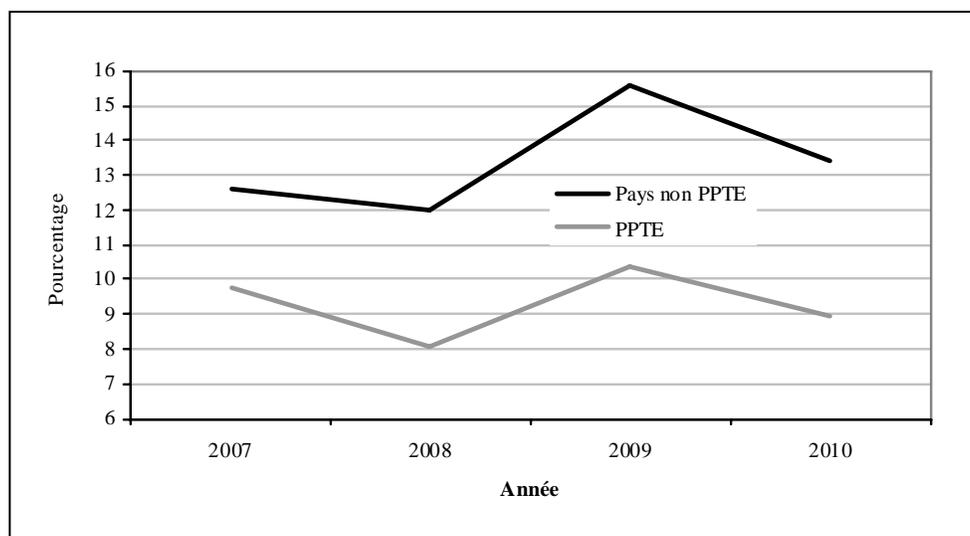
Source : Bloomberg.

12. Face à une crise financière synchronisée à l'échelle mondiale et à l'assèchement brutal du crédit qui en a découlé, le Fonds monétaire international (FMI) est devenu le prêteur de dernier ressort. Ainsi, alors qu'avant la crise, six pays par an en moyenne soumettaient au FMI une demande de prêt ne relevant pas de la Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC)<sup>2</sup>, le nombre de bénéficiaires de ce type de prêt est passé à 24 en l'espace de quelques mois, entre octobre 2008 et août 2009, ce qui témoigne de la gravité des difficultés de balance des paiements dans les pays en développement. En outre, alors que le montant total des décaissements du FMI au titre des programmes hors FRPC se

<sup>2</sup> Les programmes hors FRPC sont examinés dans le présent rapport car ils reflètent l'évolution de la situation économique indépendamment des activités en faveur des PPTE, qui suivent un calendrier particulier.

chiffrait à 2 milliards de dollars par an en moyenne entre 2003 et 2007, le FMI a alloué pour plus de 100 milliards de dollars de droits de tirage spéciaux (DTS) aux 24 pays depuis la fin de l'année dernière. Grâce aux réductions de l'encours de la dette associées à l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés et à l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale, à quoi s'ajoute la solide croissance enregistrée à l'échelle internationale au cours des années précédentes, les indicateurs de la dette se sont considérablement améliorés entre 2003 et 2007. Si la dette publique totale des pays en développement a augmenté de 176 milliards de dollars en 2008, les ratios d'endettement de base ont toutefois légèrement reculé du fait que les pays en développement n'ont pas immédiatement ressenti le plein effet de la chute des exportations et du ralentissement de la croissance du RNB. Cependant, le recul de la demande mondiale et le ralentissement de la croissance et des exportations qui en a résulté dans les pays en développement vont annuler une partie des progrès importants accomplis jusqu'à la fin de 2008 sur le front de la dette extérieure. Par exemple, on s'attend à une augmentation du ratio du service de la dette par rapport aux exportations pour 2009 dans les pays en développement, qu'ils bénéficient ou non de l'Initiative PPTE (voir la figure IV).

Figure IV

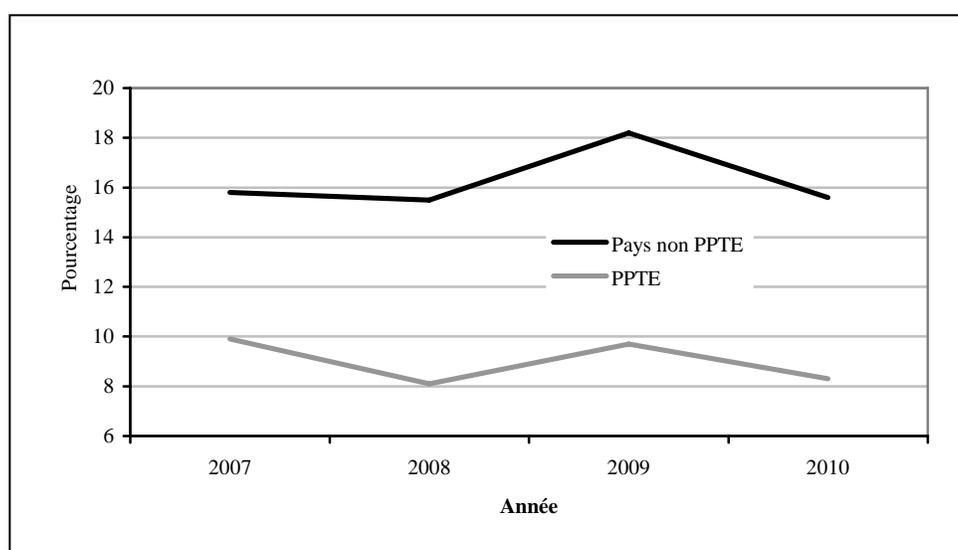
**Ratio service de la dette/exportations****Service de la dette en pourcentage des exportations**

Source : Calculs de la CNUCED, à partir de chiffres publiés dans le rapport de la Banque mondiale *Financement du développement dans le monde*, et estimations EIU.

13. Il est probable que les charges au titre du service de la dette, en pourcentage des exportations et des recettes publiques, restent plus élevées en 2009 et pendant une bonne partie de 2010 que durant les années qui ont précédé la crise. En 2009, le rapport entre le service de la dette et les recettes publiques augmentera de plus de 17 % dans les PPTE comme dans les pays non PPTE (voir la figure V). Dans les PPTE, cet accroissement s'explique par le fait que les paiements au titre du service de la dette ont augmenté en même temps que les recettes publiques ont fortement diminué. Même avant la crise, le manque de ressources intérieures était déjà pour

bon nombre de pays en développement un obstacle à la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement. L'accroissement de la part des recettes publiques consacrée au service de la dette est préoccupant car les pays en développement seront probablement plus nombreux à ne pas pouvoir tenir le rythme prévu des programmes de réduction de la pauvreté. Selon le rapport sur les objectifs du Millénaire pour le développement 2009<sup>3</sup>, le nombre de personnes vivant dans l'extrême pauvreté augmentera de l'ordre de 55 à 90 millions par rapport au niveau d'avant la crise. Dans ce contexte, le secrétariat de la CNUCED a proposé un moratoire temporaire sur la dette publique des pays à faible revenu qui représenterait un allègement d'environ 26 milliards de dollars pour 49 pays à faible revenu en 2009 et 2010.

Figure V  
**Ratio service de la dette/recettes publiques**



Source : Calculs de la CNUCED basés sur les *Statistiques des finances publiques* du FMI, les sources nationales et les estimations EIU.

14. Selon une étude récente réalisée pour le compte de la CNUCED, la crise financière mondiale a fortement affaibli le secteur bancaire dans certains pays à faible revenu<sup>4</sup>. L'étude montre que le levier financier des banques, qui se mesure au rapport entre le passif total et le total du capital, des réserves et des provisions a augmenté depuis la crise. En outre, les ratios du total des fonds propres des banques ont diminué par rapport à leur niveau d'avant la crise dans la plupart des pays. Il est intéressant de noter que ces ratios sont généralement moins bons pour les banques locales détenues par des banques étrangères, ce qui corrobore le sentiment grandissant que les pays en développement ont particulièrement souffert des excès causés par les centres internationaux de la finance privée. Si la crise mondiale se

<sup>3</sup> *Rapport sur les objectifs du Millénaire pour le développement 2009* (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.09.I.12).

<sup>4</sup> Amar Gande et Lemma W. Senbet, « The impact of the global economic crisis on debt sustainability of low-income countries », documents officiels de la CNUCED, 2009.

poursuivait au-delà de 2010, le risque de faillite bancaire augmenterait dans certains pays en développement, ce qui grèverait encore davantage leur situation budgétaire déjà précaire du fait que l'État serait obligé de renflouer certaines grandes banques dont l'effondrement créerait un risque systémique pour l'économie. Même dans le scénario plus optimiste d'une reprise de la croissance mondiale au début de 2010, un secteur bancaire local affaibli risque d'empêcher une reprise rapide de l'activité économique dans les pays en développement et de retarder encore la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement. L'affaiblissement du secteur bancaire des pays en développement dans le sillage de la crise financière montre une fois encore que ces pays, alors qu'ils n'y sont pour rien, doivent néanmoins faire face au ralentissement de la croissance ou aux dérapages économiques causés par la crise. Il démontre également que la crise financière suit une trajectoire différente selon les pays. Dans les pays développés, la crise économique a été déclenchée par le secteur financier, alors que dans de nombreux pays en développement, c'est la crise économique mondiale qui a créé des problèmes dans le secteur financier. Malgré un décalage dans le temps, l'incidence négative sur la croissance, la réduction de la pauvreté et l'aptitude à assurer le service de la dette pourrait néanmoins être significative.

### **III. Viabilité de la dette dans les pays en développement et les économies avancées**

15. Les pays en développement et les pays en transition connaissent de fréquentes crises d'endettement caractérisées par de faibles cotes de crédit et des *spreads* élevés sur les signatures souveraines

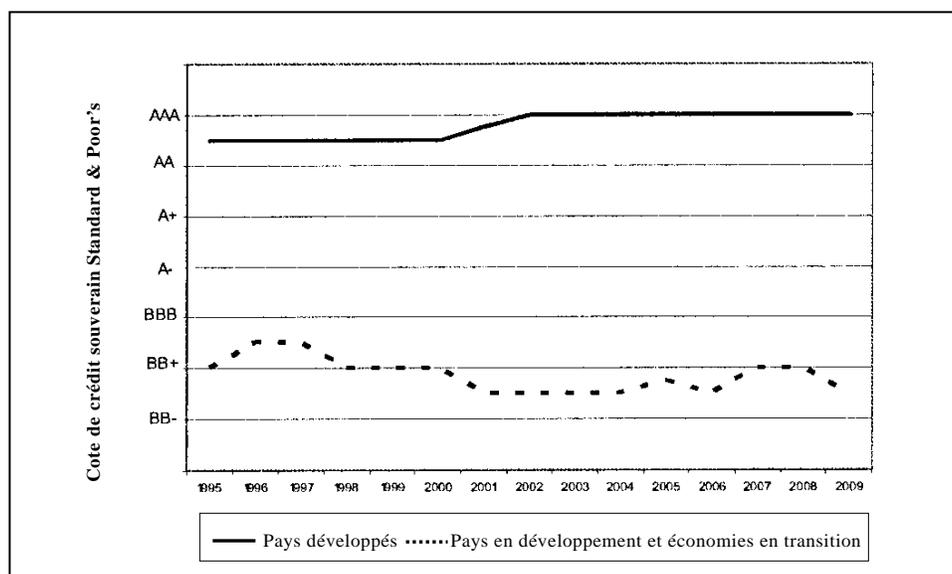
16. Il va de soi que les pays en développement n'ont pas tous les mêmes types de problèmes. Les pays à faible revenu ne sont pas en mesure de maintenir un niveau d'endettement élevé. Il est douteux que cela tienne à la mauvaise qualité de leurs institutions et de leurs politiques, comme on l'entend souvent dire. La faible tolérance de ces pays à la dette est due au fait que leur économie est peu diversifiée et excessivement tributaire de quelques produits d'exportation. Il en résulte un cercle vicieux : les pays à faible revenu ont besoin de crédit pour développer leur secteur de production et diversifier leur économie, mais s'ils empruntent, ils sont acculés à subir les effets catastrophiques et déstabilisants des crises d'endettement. La solution à ce dilemme est l'octroi de ressources financières à des conditions plus libérales.

17. Les pays à revenu intermédiaire qui ont accès aux marchés financiers internationaux ont différents types de problèmes. En général, les crises qui éclatent dans ces pays ne sont pas dues au fait qu'ils empruntent « trop » (bien que ce soit parfois le cas). Les crises répétitives sont dues à une structure de la dette inadéquate qui est en partie la conséquence d'une architecture financière internationale mal conçue.

18. On peut illustrer ce dernier point en examinant la cote de crédit, les *spreads* souverains<sup>5</sup> et les niveaux d'endettement. Durant la période 1995-2009, la cote médiane de crédit souverain d'un large échantillon de pays en développement a oscillé entre BB- et BBB, tandis que la cote médiane de crédit des pays développés s'est maintenue au-dessus de AA+ (fig. VI). Une faible cote de crédit entraîne des charges d'emprunt élevées et fluctuantes. Durant la période 1994-2009, les *spreads* sur les titres d'emprunt souverain libellés en dollars ont été de 640 points de base en moyenne et ont même atteint 1 920 points de base (fig. III), ce qui soulève deux questions : Quelles sont les causes profondes de cette situation? Pourquoi les pays en développement ont-ils de mauvaises cotes de crédit et des *spreads* élevés et instables?

Figure VI

**Cote de crédit médiane Standard & Poor's dans les pays développés et les pays en développement**



Source : Calculs de la CNUCED basés sur les données Bloomberg.

19. La réponse naturelle d'un économiste à ces questions, c'est la mauvaise qualité des grands indicateurs économiques; l'extrême instabilité des *spreads* des marchés émergents porte cependant à douter de la validité de toute explication basée uniquement sur les grands indicateurs économiques. L'instabilité pourrait s'expliquer par les politiques nationales suivies, les bonnes politiques étant récompensées par de faibles *spreads* tandis que les mauvaises politiques sont sanctionnées par des *spreads* élevés. Mais tout semble indiquer que l'instabilité des *spreads* est causée par des facteurs externes<sup>6</sup>. Il est difficile de déceler des

<sup>5</sup> Les *spreads* souverains mesurent l'écart entre le coût des emprunts du Gouvernement des États-Unis et celui des emprunts des pays émergents libellés en dollars. L'écart entre les charges d'emprunt est calculé à partir de la tarification des risques perçus d'insolvabilité et des pertes attendues.

<sup>6</sup> Par exemple, les *spreads* souverains en Amérique latine ont atteint 1 700 points de base après la crise russe de 1998, alors que l'Amérique latine n'entretenait pas de relations économiques avec

changements dans les grands indicateurs économiques qui puissent expliquer les fluctuations soudaines des *spreads* mises en évidence dans la figure III.

20. On peut avancer le même argument en examinant le rapport entre la dette publique et le RNB, l'un des indicateurs les plus couramment utilisés pour mesurer l'aptitude d'un pays à faire face à ses obligations. La figure VII montre que, en moyenne, la dette publique des pays en développement n'est pas sensiblement supérieure à celle des pays développés. Si l'on considère les moyennes simples, seules l'Afrique et l'Amérique latine ont un niveau d'endettement supérieur à celui des pays développés, mais la différence est relativement faible (6 points de pourcentage dans le cas de l'Afrique et 4 points de pourcentage dans le cas de l'Amérique latine). En revanche, l'Asie et l'Europe orientale ont un niveau d'endettement nettement moins élevé que la moyenne des pays développés<sup>7</sup>.

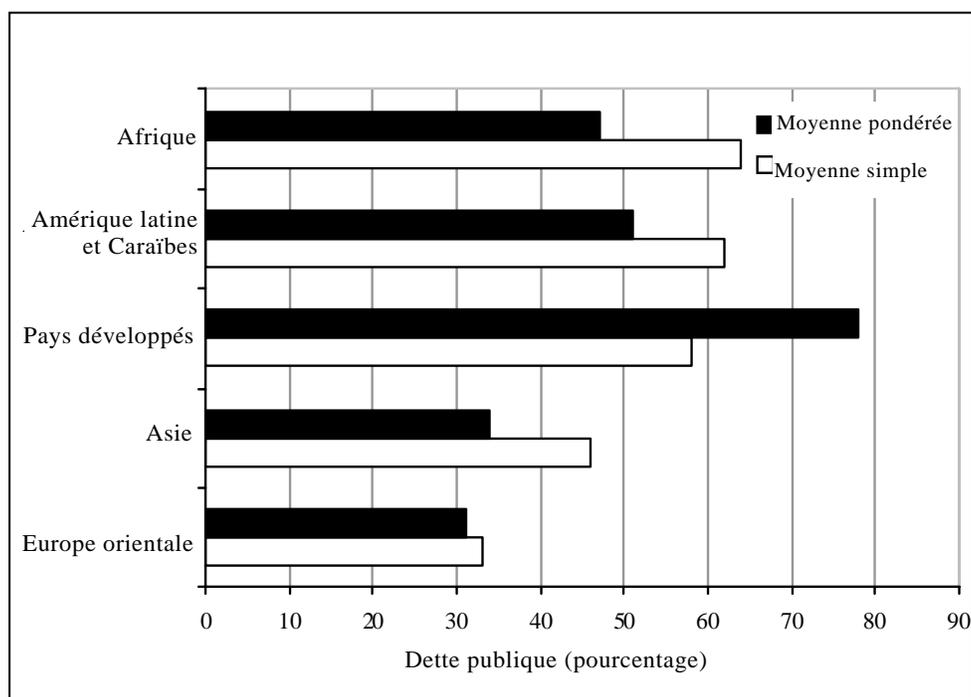
21. Ces niveaux d'endettement relativement faibles ne signifient pas que la dette n'est pas un problème pour les pays en développement. Ils signifient au contraire que la dette est un problème beaucoup plus grave pour les pays en développement que pour les pays développés. Le Japon a une dette publique nettement supérieure à 150 % du PIB et, pourtant, on ne craint guère qu'il devienne insolvable. Parallèlement, les pays en développement sont souvent plongés dans une crise d'endettement alors que leur dette n'excède pas 30 % du PIB. Pourquoi l'endettement des pays en développement présente-t-il plus de risques? Pourquoi la dette est-elle un problème beaucoup plus grave pour ces pays que pour les pays développés?

---

la Fédération de Russie. Il s'agissait d'un cas de « contagion financière » due au fait que les obligations russes et celles émises en Amérique latine étaient détenues par les mêmes investisseurs de Wall Street. Lorsque la Fédération de Russie s'est déclarée en défaut de paiement en 1998, ces investisseurs ont systématiquement vendu toute la classe d'actifs. Le creusement soudain des *spreads* au lendemain des attentats du 11 septembre 2001 et la crise financière actuelle sont des exemples encore plus frappants du caractère exogène de l'instabilité. Ces deux événements sont survenus au cœur du système financier mondial mais ils ont eu d'importantes incidences négatives sur les charges d'emprunt des pays émergents.

<sup>7</sup> De fait, les moyennes pondérées – qui donnent plus de poids aux pays de taille économique importante – montrent que les pays développés sont les plus endettés. D'aucuns diront que la discussion qui précède, qui porte sur la dette publique totale, prête à confusion car les pays développés ont un fardeau de la dette extérieure beaucoup moins élevé que les pays en développement. Il y a deux répliques possibles à cette critique. La première est que les évaluations de la viabilité de la dette qui portent uniquement sur la dette extérieure donnent une fausse image de la réalité. Il n'est plus à démontrer que la dette publique intérieure est un important facteur de vulnérabilité et que le marché obligataire intérieur est à l'origine de nombreuses crises d'endettement (Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, « The Forgotten History of Domestic Debt », document de travail n° 13946 du National Bureau of Economic Research, 2008). Qui plus est, dans un monde où plusieurs pays émergents ont libéralisé les mouvements de capitaux et empruntent en émettant des obligations, la distinction entre dette extérieure et dette intérieure devient relativement artificielle. Deuxièmement, si l'on compare la situation de la dette extérieure des pays en développement avec celle des États-Unis, rien ne permet d'affirmer que les États-Unis sont moins endettés que la moyenne des pays en développement. Bien que le risque de dépréciation du dollar soulève des inquiétudes, rares sont ceux qui craignent un défaut de paiement du Gouvernement des États-Unis, et pourtant les bons du Trésor américain conservent la notation AAA et continuent à rapporter très peu.

Figure VII  
**Dette publique exprimée en pourcentage du PIB (2004-2008)**



Source : « Public debt around the world: a new dataset of central Government debt », Ugo Panizza et Dany Jaimovich, *Applied Economics Letters* (mars 2008).

### L'explication classique

22. Selon l'orthodoxie, cette situation est due à la mauvaise qualité des politiques et des institutions. S'agissant des choix politiques, les tenants de cette thèse font valoir que les pays en développement ne pourront supporter des niveaux d'endettement plus élevés que s'ils améliorent leurs institutions. Cependant, ajoutent-ils, il faudra du temps et des efforts pour améliorer les institutions et, dans l'intervalle, les pays en développement devraient maintenir un faible niveau d'endettement. C'est dans cette optique que la Banque mondiale et le FMI ont mis en place le Cadre de viabilité de la dette pour les pays à faible revenu, qui établit un lien entre le niveau d'endettement viable et la note attribuée dans l'évaluation de la politique et des institutions nationales par la Banque mondiale.

23. Ce point de vue, que l'on pourrait qualifier de « fondamentalisme institutionnel », semble être trop rigide dans ses conclusions et ne pas tenir compte de la grande instabilité des charges d'emprunt mentionnée plus haut. Cette instabilité est souvent due au fait que les investisseurs étrangers peuvent changer d'avis très rapidement. Des politiques et des institutions qui sont jugées prudentes et donc « récompensées » par d'abondants apports de capitaux et de faibles *spreads*

peuvent être, du jour au lendemain, déclarées irresponsables par les investisseurs et « sanctionnées » par une fuite massive des capitaux et des *spreads*<sup>8</sup>.

#### **Le rôle de la structure de la dette**

24. Une autre explication, plus prometteuse, repose sur la structure de la dette, à savoir que les caractéristiques du contrat de dette sont le facteur le plus important. Par exemple, les ouvrages consacrés au « péché originel »<sup>9</sup> analysent la composition en devises de la dette extérieure et font valoir que l'existence d'une dette en devises contribue pour beaucoup à réduire la viabilité de la dette<sup>10</sup>. L'échéance de la dette joue également un rôle important car la dette à court terme crée un risque de refinancement et accroît par conséquent la vulnérabilité vis-à-vis de la dette à long terme. La crise mexicaine de 1994/95 et la crise russe de 1998 démontrent clairement les vulnérabilités liées à l'asymétrie des échéances (voir l'annexe).

25. L'analyse de la structure monétaire de la dette aide à expliquer pourquoi les pays en développement sont souvent plongés dans des crises de la dette alors qu'un pays comme les États-Unis n'a aucune difficulté à maintenir son niveau d'endettement. La différence ne tient pas au lieu de provenance de leurs prêts puisqu'ils empruntent les uns comme les autres à l'étranger et que, en moyenne, les pays en développement empruntent moins à l'étranger que les États-Unis. Du reste, ils empruntent à l'étranger dans la même monnaie que les États-Unis (essentiellement en dollars des États-Unis); la différence, c'est que les États-Unis sont les seuls à pouvoir imprimer des dollars.

### **IV. Comment réduire le risque d'insolvabilité**

26. La question de savoir pourquoi les pays ont différentes structures de la dette et s'il est possible de créer de nouveaux instruments pour améliorer la viabilité de la dette suscite un vif débat.

27. Dans un camp, il y a ceux qui, sans nier le rôle que peuvent jouer des institutions solides et des politiques judicieuses, affirment que la panoplie de titres de dette actuellement accessibles aux pays en développement est essentiellement le

<sup>8</sup> Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, *Rapport sur le Commerce et le développement, 2009* (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.09.II.D.16).

<sup>9</sup> Voir Barry Eichengreen et Ricardo Hausmann, « Exchange rates and financial fragility », document de travail n° 7418 du National Bureau of Economic Research, 1999; Eichengreen, Hausmann et Hugo Panizza, « The pain of original sin », dans Eichengreen et Hausmann (éd.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago Illinois, University of Chicago Press, 2005.

<sup>10</sup> Prenons le cas de deux pays ayant des niveaux d'endettement comparables mais une structure de la dette différente : le pays D a une dette entièrement libellée en monnaie nationale et le pays F a une dette entièrement libellée en devises. Supposons également que les deux pays soient frappés par une récession et décident d'appliquer une politique macroéconomique expansionniste, qui entraîne une dépréciation du taux de change. Dans le pays D, il y a de bonnes chances que la politique expansionniste stimule l'économie et améliore la viabilité de la dette, aussi bien extérieure qu'intérieure. Dans le pays F, la dépréciation de la monnaie entraînera un alourdissement de la dette en monnaie nationale (on parle souvent d'effet de bilan négatif pour décrire ce phénomène) et risque d'accroître le ratio de solvabilité, voire même de déclencher une crise d'endettement. Par conséquent, les pays qui détiennent une importante dette en devises risquent d'avoir de graves difficultés à appliquer une politique macroéconomique anticyclique.

produit d'accidents historiques et de l'inertie. Il est donc possible, bien que cela ne soit pas facile, d'émettre des titres de dette plus appropriés pour améliorer la viabilité de la dette. Dans le camp opposé, il y a ceux qui pensent que l'ensemble d'instruments actuellement en place n'est que l'illustration de défaillances institutionnelles qui se traduisent par une mauvaise exécution des contrats et un manque de crédibilité des politiques. Selon ce point de vue, il n'existe pas de solution simple et rien ne peut être fait sans combler les failles institutionnelles.

28. Ce dernier point de vue semble trop radical. S'il est peu probable que les nouveaux instruments financiers permettent, à eux seuls, aux pays en développement de maintenir les mêmes niveaux d'endettement que bon nombre de pays développés, une légère amélioration de la structure de la dette est de nature à réduire le risque d'une crise d'endettement, quel que soit l'encours de la dette<sup>11</sup>. Qui plus est, la plupart des pays en développement ont la possibilité d'investir dans des projets qui peuvent rapporter plus que le loyer de l'argent. Par conséquent, en théorie, le recours à l'emprunt pour financer ces projets peut améliorer le niveau de vie d'un pays. Dans certains cas, les pays en développement pourraient financer ces projets d'investissement en mobilisant des ressources intérieures. Dans d'autres cas, le financement extérieur est la seule solution.

### **Éviter le surendettement**

29. Les instruments d'endettement novateurs peuvent limiter le risque de crise d'endettement quel que soit l'encours de la dette. Cependant, pour un ensemble donné d'instruments, le risque de crise d'endettement peut être réduit en empruntant moins. En d'autres termes, la première chose à faire pour atteindre un niveau d'endettement viable est d'emprunter à bon escient et d'éviter de trop emprunter en période d'expansion. Cela ne signifie pas que les pays ne doivent pas emprunter, mais qu'ils doivent éviter le surendettement. Emprunter à bon escient signifie que la dette devrait uniquement servir à financer des projets qui ont un rendement supérieur au taux d'intérêt du prêt contracté. En outre, tout emprunt en devises devrait être limité aux projets qui peuvent, directement ou indirectement, générer les devises nécessaires au service de la dette<sup>1,12</sup>.

30. Un moyen de maintenir un niveau d'endettement prudent consiste à effectuer une évaluation minutieuse de la viabilité de chaque projet parallèlement à une analyse de la viabilité de la dette au niveau macroéconomique. Avant d'emprunter à l'étranger, un pays devrait se poser trois questions pour évaluer tout projet : a) le projet aura-t-il un rendement social supérieur au loyer de l'argent?; b) le projet générera-t-il les recettes en devises nécessaires pour assurer le service de la dette? c) les apports de ressources correspondront-ils au calendrier d'amortissement de la dette? Seuls les projets pour lesquels la réponse à ces trois questions est positive devraient être financés au moyen d'un contrat type de dette extérieure. Dans les

<sup>11</sup> Une réponse courante à cet argument est que si ces instruments étaient viables, l'État n'aurait pas besoin d'intervenir car le marché s'en chargerait. En raisonnant de la sorte, on ignore le fait que la mise en place d'instruments novateurs créerait des externalités positives et limiterait donc les incitations économiques à fournir de tels instruments (Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati et Ugo Panizza, *Living with Debt: How to limit the Risks of Sovereign Finance*, Boston, Harvard University Press; Washington, Banque interaméricaine de développement, 2006).

<sup>12</sup> L'argent étant un bien fongible, cette règle ne doit pas toujours être appliquée à la lettre. Cependant, chaque fois qu'un pays emprunte à l'étranger, il doit s'assurer que l'économie peut dégager les ressources extérieures nécessaires au service de la dette.

pays à faible revenu, on trouvera probablement des projets à rendement social élevé qui ne répondent pas aux deux derniers critères. Ces projets devraient être financés par des dons ou des prêts assortis de conditions libérales.

31. Le surendettement du secteur public est souvent lié à des considérations politiques ou électorales et au fait que les responsables politiques font parfois passer leur propres intérêts avant ceux de leurs électeurs. Il n'est plus à démontrer qu'il est possible de réduire le surendettement du secteur public en améliorant la transparence du processus budgétaire et la fiabilité des statistiques sur le budget et la dette (voir ci-après), et en instituant un système efficace de mécanismes automatiques de stabilisation budgétaire. Il demeure certes important d'adopter des mesures budgétaires discrétionnaires, tout particulièrement en temps de crise, mais elles devraient être assorties de règles visant à réduire le risque de déséquilibre budgétaire (voir le chapitre 7 de l'édition 2008 du *Rapport sur le commerce et le développement* pour un examen détaillé de ces questions)<sup>13</sup>.

32. Cela montre combien il importe que prêteurs et emprunteurs fassent preuve de responsabilité. Bien qu'il reste à s'entendre sur un ensemble de définitions et principes, les emprunteurs comme les prêteurs doivent assumer leurs responsabilités pour éviter d'atteindre un niveau d'endettement insoutenable (et parfois frauduleux). Pour s'attaquer à ces problèmes, la CNUCED a lancé un projet visant à élaborer des règles et des critères d'évaluation de la légitimité de la dette souveraine.

33. Le surendettement, surtout extérieur, est également un problème pour le secteur privé<sup>14</sup>. Il est en effet souvent impossible de dissocier l'endettement public de l'endettement privé. C'est le cas en particulier de la dette contractée par les banques. Du fait que les banques bénéficient d'une garantie publique ou explicite des dépôts, leur passif est épongé par le secteur public en cas de crise du secteur bancaire. La dette extérieure des banques privées est donc, pour le secteur public, un élément de passif extérieur éventuel.

34. Dans certaines conditions, l'endettement extérieur privé peut aussi entraîner un surendettement et donc une vulnérabilité plus grande que celle liée à l'endettement extérieur public. Par exemple, dans la plupart des pays en développement, le coût des emprunts est lié au montant total de la dette extérieure (publique et privée). L'endettement extérieur a donc un effet induit négatif du fait que chaque emprunteur alourdit la facture pour tous les autres emprunteurs. Si l'État est le seul emprunteur, il emprunte en tenant compte de l'effet de cet accroissement du loyer de l'argent. En revanche, les opérateurs privés sont indifférents au fait que leurs décisions d'emprunt ont un effet négatif sur les charges d'emprunt des autres opérateurs et contractent donc une dette supérieure au niveau optimal du point de vue social.

---

<sup>13</sup> Si les pays reconnaissent la nécessité d'accroître les dépenses et d'alléger la pression fiscale en période de récession, rares sont ceux qui affichent la volonté ou la capacité de réduire les dépenses ou d'augmenter les impôts en période de prospérité.

<sup>14</sup> Selon la doctrine Lawson-Robichek, tout problème de paiement lié à la dette extérieure privée ne toucherait que les parties au contrat de dette, sans produire les effets macroéconomiques généralement associés aux crises de dette souveraine. Cette théorie a été démentie par la crise d'endettement de 1982 et la crise asiatique de 1997-1998, qui ont frappé plusieurs pays accusant un important déficit courant en dépit d'un taux élevé d'investissement privé et d'un bon équilibre budgétaire.

35. Une autre source de vulnérabilité tient à la présence d'un risque moral. Les emprunteurs privés peuvent décider de réduire au minimum leurs frais d'emprunt et de jouer sur les disparités monétaires et l'asymétrie des échéances s'ils pensent que l'État viendra à leur rescousse en cas de crise de change ou de liquidité. En particulier, les disparités monétaires liées au fait que le passif est libellé en devises et l'actif en monnaie nationale sont à l'origine de nombreuses crises d'endettement, comme la crise asiatique de 1997/98 et celle qui touche actuellement plusieurs pays d'Europe orientale et d'Asie centrale. Ce problème ne peut être réglé en obligeant simplement les banques à équilibrer leur passif en devises et leur actif en monnaie nationale. Même si une banque a un passif et un actif parfaitement équilibrés, une dévaluation risque de porter atteinte à son bilan si ses clients affichent une disparité monétaire (c'est notamment le cas des entreprises produisant des biens non exportés qui empruntent en devises ou des ménages qui ont contracté des crédits hypothécaires en devises). En fait, certains opérateurs privés accroissent le risque de discordance dans leurs emprunts ordinaires en se livrant à des opérations de portage et en ayant recours à des produits dérivés spéculatifs. Ces opérations peuvent se solder par des pertes considérables et le dénouement de ces positions spéculatives a contribué à déstabiliser plusieurs marchés des changes<sup>15</sup>.

36. La réglementation prudentielle devrait servir à éviter de telles discordances, mais elle est difficile à appliquer parce que les emprunts extérieurs privés sont moins transparents que la dette extérieure du secteur public et que le montant total des engagements extérieurs du secteur privé est plus difficile à chiffrer que l'endettement extérieur du secteur public. Ce manque de transparence est amplifié par le fait que les opérateurs privés assument souvent un risque de change en ayant recours à des produits dérivés complexes. Face à ces difficultés, le contrôle des apports de capitaux peut, dans certains cas, être utile pour limiter le surendettement et la perte de compétitivité extérieure.

### **Améliorer la gestion de la dette**

37. La crise actuelle a une fois encore montré combien il importe de gérer efficacement la dette pour assurer sa viabilité dans les pays en développement. Comme dans les crises précédentes, la gestion efficace de la dette publique d'un pays s'est révélée être une arme utile contre les effets des chocs externes. Elle contribue à atteindre et maintenir un niveau d'endettement viable en intervenant à un triple niveau : contribution au processus de décision, mise en œuvre des politiques et couverture adéquate du service de la dette nationale.

38. La gestion de la dette permet aux pouvoirs publics de disposer, dans la prise de décisions, de données sur l'endettement et de propositions en matière de stratégie. Pour procéder à une analyse prudente des risques et élaborer des stratégies publiques visant à assurer un niveau d'endettement viable, il faut disposer de données fiables et à jour sur l'endettement. Trois facteurs sont déterminants : dotation en effectifs suffisant de personnel dûment formé, flux adéquat de l'information et mise en place de systèmes efficaces de gestion. En outre, l'État doit

<sup>15</sup> Pour un examen des opérations de portage, voir CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement*, 2007, chap. I. Pour un examen des risques auxquels s'exposent les entreprises qui utilisent des produits dérivés, voir Alejandro Jara, Ramon Moreno et Camilo Tovar, « The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses », *Banque des règlements internationaux, Rapport trimestriel*, juin 2009.

être prêt à utiliser les informations et les recommandations émanant de la fonction de gestion de la dette. Dans les pays qui remplissent ces conditions, l'analyse de la viabilité de la dette peut s'appuyer sur des données exactes et les politiques s'en trouvent renforcées; lorsque ces conditions ne sont pas réunies, l'analyse et les décisions prises s'en ressentent.

39. Pour mettre en œuvre les politiques, il faut un cadre réglementaire, une structure organisationnelle et des procédures opérationnelles adéquats. Lorsque le cadre juridique et les institutions en place sont satisfaisants et que la structure organisationnelle définit clairement les attributions de chacun, la responsabilité et la transparence s'en trouvent accrues, ce qui permet de mettre en œuvre efficacement les mesures gouvernementales visant à assurer la viabilité de la dette. Au niveau macroéconomique, la gestion de la dette doit s'inscrire dans le cadre macroéconomique général de l'action menée par les pouvoirs publics, de façon à renforcer le processus de décision et à éviter les contradictions avec les autres objectifs et politiques macroéconomiques. Au niveau microadministratif, les fonctions de gestion de la dette doivent être intégrées aux opérations plus générales de gestion et d'administration des finances publiques, notamment aux systèmes intégrés de gestion financière. Les pays qui remplissent ces conditions ont pu, grâce à la gestion de la dette, atténuer les risques de crise financière. En revanche, lorsque ces cadres, structures et ressources font défaut ou laissent à désirer, les pays n'ont pas de moyens suffisants pour appliquer efficacement les mesures gouvernementales relatives à la viabilité de la dette, et les objectifs nationaux ne peuvent donc pas être concrétisés.

40. Une autre condition indispensable pour que la gestion de la dette contribue à en améliorer la viabilité est la comptabilisation intégrale de la dette publique et garantie par l'État, ainsi que le suivi de la dette privée non garantie et à court terme. La crise en Asie a montré que les gouvernements doivent tenir une comptabilité intégrale de ces engagements. De nombreux pays ne disposent cependant encore que d'informations limitées sur leur dette et n'enregistrent que certaines catégories de dette de l'administration centrale. Ce manque de données réduit la capacité de procéder à une analyse détaillée des risques et de la viabilité de la dette.

#### **Élaboration de nouveaux instruments de dette**

41. Les pays en développement peuvent atténuer les risques de crise d'endettement en maintenant un solde budgétaire et une balance des paiements courants excédentaires. Cependant, même si un pays appliquait cette stratégie (et il existe plusieurs raisons pour lesquelles ce n'est pas toujours optimal ni possible), il n'éliminerait pas l'encours de la dette. Les crises financières étant plus souvent causées par des problèmes de liquidité que par des problèmes d'insolvabilité (qui sont eux-mêmes parfois provoqués par une crise de liquidité), il est essentiel d'avoir une structure de la dette qui limite le risque d'une telle crise pour garantir la viabilité de la dette.

42. Le chapitre III ci-dessus a mis en lumière les risques liés aux emprunts en devises. Plusieurs pays en développement et marchés émergents sont parvenus à réduire ces risques en empruntant sur le marché intérieur plutôt qu'à l'étranger. Cela n'est cependant pas toujours possible et certains pays en développement restent tributaires du marché financier international, où il est extrêmement difficile d'émettre des titres de dette en monnaie nationale. Les institutions financières

internationales peuvent faciliter les placements dans des titres de créance à long terme libellés en monnaie nationale en émettant leurs propres obligations dans la monnaie des pays emprunteurs. Dans le passé, les banques multilatérales de développement ont émis des obligations libellées dans la monnaie des pays émergents afin de réduire au minimum le coût de leurs propres emprunts. Elles ont récemment accéléré ce processus car elles se sont rendu compte que le fait d'emprunter dans les monnaies nationales leur permettait d'encourager la création de marchés pour ces obligations et de contribuer ainsi au développement en jouant à la fois sur l'actif (leurs prêts) et le passif (leurs emprunts) de leur bilan<sup>16</sup>. De toute évidence, ces mesures seraient plus faciles à appliquer si l'architecture financière internationale évoluait vers un système moins dominé par le dollar (voir l'édition 2009 du *Rapport sur le commerce et le développement* pour des propositions dans ce sens).

43. L'émission de titres de dette conditionnelle pourrait également améliorer la viabilité de la dette. Par exemple, les obligations indexées sur le PIB présentent un intérêt particulier parce qu'elles permettent d'abaisser les remboursements lorsque les pays ont une faible capacité de paiement<sup>17</sup>. La création d'un marché pour ce type de titres pose cependant des difficultés du fait que quelqu'un doit acquitter les coûts fixes liés à la conception et à l'émission du nouvel instrument. Également dans ce cas, la communauté internationale pourrait jouer un rôle important en fournissant une assistance technique et en améliorant la qualité et la fiabilité des statistiques nécessaires pour déterminer le prix des nouveaux instruments. À l'extrême, les institutions financières internationales pourraient être les premières à émettre les nouveaux titres de dette conditionnelle.

44. La création de nouveaux instruments pourrait exiger une intervention au niveau international en raison de la taille requise du marché, des externalités et de la nécessité d'adopter des normes homogènes. Mais la communauté internationale pourrait aussi aider à résoudre un problème plus fondamental. L'émission d'un titre de dette conditionnelle ou en monnaie nationale équivaut au versement d'une prime d'assurance. Pour accepter des titres de créance dont le taux de rendement est plus variable, les investisseurs internationaux demanderont probablement une forme de rémunération. Le versement d'une telle prime pourrait être coûteux sur le plan politique et les dirigeants risquent d'être opposés à l'idée d'une police d'assurance qui pourrait servir les intérêts des futurs gouvernements<sup>18</sup>. Si les institutions

<sup>16</sup> Eichengreen et Hausmann, in « Original sin: the road to redemption », in *Other People's Money*, (voir note 9). Les auteurs postulent que les banques multilatérales de développement devraient émettre des obligations libellées dans un indice qui mutualise les risques de change d'un groupe diversifié de pays émergents.

<sup>17</sup> Pour un examen des obligations indexées sur le PIB, voir Eduardo Borensztein et Paolo Mauro, « The case for GDP-indexed bonds », *Economic Policy*, vol. 19, n° 38, p. 165 à 216, avril 2004; voir aussi Stephany Griffith-Jones et Krishnan Sharma, « GDP-indexed bonds: making it happen », document de travail n° 21 du Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, ST/ESA/2006/DWP/21, avril 2006.

<sup>18</sup> La récente décision du Ministre des finances du Mexique d'adopter une politique prudente de couverture des risques liés à l'instabilité des prix du pétrole a suscité de vifs éloges. Cette politique de couverture était prudente et avisée, et elle l'aurait été même si les prix du pétrole avaient augmenté au lieu de diminuer (de la même façon qu'il est prudent de souscrire une assurance même si l'on n'a pas d'accidents). On peut cependant imaginer les critiques qu'aurait essayées le Gouvernement mexicain si le prix du pétrole avait augmenté au lieu de diminuer. Ce type de risque politique est l'une des principales raisons pour lesquelles les dirigeants sont peu

financières internationales créaient une masse critique d'instruments de ce type et démontraient leurs avantages, il serait plus difficile pour les politiciens mus par leur intérêt personnel de refuser d'y avoir recours.

## V. Conclusions

45. La crise économique et financière des deux dernières années a fait ressortir la nécessité de poursuivre l'action menée aux niveaux national et international pour assurer aux pays en développement des taux de croissance économique qui leur permettent de maintenir un endettement viable et de réaliser les objectifs du Millénaire pour le développement. À cet égard, il importe de faire une distinction entre les mesures à court terme qui visent à réduire autant que possible l'impact de la crise actuelle et les politiques devant être adoptées à plus long terme pour renforcer l'économie mondiale et réduire les déséquilibres mondiaux.

46. En période de crise, les pays à faible revenu ont une marge de manœuvre restreinte face aux chocs extérieurs. C'est pourquoi, parmi les premières mesures à court terme à adopter en cas de crise, il faut accorder aux pays à faible revenu une plus grande marge de manœuvre pour faire face aux chocs extérieurs. En avril 2009, dans le contexte de la crise économique actuelle, la CNUCED a lancé un appel en faveur d'un moratoire sur la dette souveraine des pays à faible revenu afin de leur accorder le répit nécessaire pour atténuer les effets négatifs de la crise mondiale. Signe encourageant, le FMI a annoncé en juillet 2009 un allègement des intérêts dus par les pays à faible revenu, sous la forme d'une suspension du paiement des intérêts des prêts concessionnels jusqu'à la fin de 2011.

47. Les participants au sommet du Groupe des Huit (G-8) à Gleneagles et au Sommet du Millénaire, tenu sous les auspices de l'ONU, ont décidé d'accroître l'aide publique au développement en la portant à 130 milliards de dollars d'ici à 2010. S'il est encourageant de constater que certains pays sont en bonne voie d'atteindre leurs objectifs nationaux, d'autres ont réduit leur budget d'aide alors que l'aide publique au développement est plus importante que jamais pour atténuer les effets de la crise économique et financière mondiale. Il est important que tous les pays donateurs honorent les engagements qu'ils ont pris et aillent même au-delà, compte tenu des difficultés auxquelles se heurtent les pays en développement. Les objectifs du Millénaire pour le développement ne pourront être concrétisés sans un complément d'aide, les objectifs actuels ayant été fixés avant que la crise financière n'ampute la croissance économique et les recettes publiques des pays en développement, ce qui a amené certains pays à réduire leurs dépenses sociales pour maintenir la stabilité macroéconomique et une dette viable.

48. Bien que certains pays pauvres très endettés soient en passe de rétablir un niveau d'endettement viable, le nombre de pays à haut risque qui ont dépassé le point d'achèvement est passé de quatre à cinq au cours des 12 derniers mois<sup>19</sup>. Ce

---

enclins à souscrire de telles polices d'assurance. En fait, même les articles de presse qui avaient couvert d'éloges le Ministre mexicain, Agustín Carstens, ont qualifié cette politique de « coup de poker » au lieu d'y voir une prudente mesure de protection (Javier Blas, « Mexico's big gamble on oil pays off », *Financial Times*, 8 septembre 2009).

<sup>19</sup> « Initiative en faveur des pays pauvres très endettés et Initiative d'allègement de la dette multilatérale : état de la mise en œuvre », rapport établi par l'Association internationale de développement et Fonds monétaire international, septembre 2009.

groupe de pays n'ayant pas l'option de pouvoir demander un nouvel allègement de leur dette, cet accroissement est particulièrement préoccupant. Pour maintenir un endettement viable au-delà du point d'achèvement, il faut donc accroître les possibilités de financement à des conditions très favorables.

49. À plus long terme, les politiques visant à améliorer la viabilité de la dette dans les pays à faible revenu doivent tenir compte du fait que ces pays ont des besoins considérables en termes d'investissement dans les infrastructures sociales et matérielles mais qu'ils n'ont pas les moyens de faire les emprunts extérieurs nécessaires pour financer ces investissements. Ces pays se trouvent donc face à un dilemme. Ils peuvent soit assurer la viabilité de la dette en renonçant aux investissements à haut rendement social, soit essayer d'emprunter et d'investir le plus possible, mais en s'exposant à des crises d'endettement répétées. Les deux options ralentiront la croissance; la première – qui est implicite dans le Cadre de viabilité de la dette mis en place par la Banque mondiale et le FMI – à cause du faible niveau d'investissement et la seconde à cause de la forte instabilité d'une croissance par à-coups. Une solution à ce dilemme serait l'annulation intégrale de la dette et un net accroissement de l'aide. Une impulsion de cette nature créerait un cercle vertueux qui pourrait mettre les pays à faible revenu sur la voie d'une croissance stable et d'une dette viable. Bien que les pays développés se soient engagés à plusieurs reprises à augmenter l'aide en faveur des pays à faible revenu (en particulier sur le continent africain), il n'y a aucun signe de révision en profondeur de la politique internationale pour faire face aux problèmes d'endettement des pays à faible revenu.

50. Plusieurs pays à revenu intermédiaire ont été frappés par la crise malgré la relative solidité de leurs bases économiques (mesurée par un excédent des paiements courants et d'importantes réserves en devises). Cette robustesse relative a permis d'éviter une récession plus grave que celle que connaissent actuellement certains de ces pays. Contrairement à ce qui s'est passé lors des crises mondiales précédentes, plusieurs pays émergents ont réussi à éviter une débâcle monétaire et à préserver la stabilité de leur secteur bancaire. Cependant, alors que s'éloigne le spectre d'un effondrement total du système financier international, le moment est venu de réfléchir à des politiques à moyen terme qui amélioreraient les perspectives financières des pays émergents.

51. Il est à noter que cette crise incite les pays à réexaminer certaines de leurs politiques et offre donc une occasion d'introduire des changements. Elle a, une fois encore, mis en relief les dangers d'un surendettement extérieur, en chiffres nets et bruts (c'est-à-dire les emprunts extérieurs qui ne sont pas motivés par un déficit du compte courant). Il faut espérer que d'autres pays en développement tireront des enseignements de la crise et adopteront des politiques prudentes qui les protégeront contre les fluctuations subites des marchés financiers internationaux. Cette évolution doit cependant être progressive. Le passage brutal d'un déficit à un excédent en compte courant, causé par une inversion des flux de capitaux, pourrait être très coûteux sur le plan économique.

52. Les économistes et les praticiens s'accordent de plus en plus à penser que les crises de la dette sont liées tant au niveau d'endettement qu'à la structure de la dette et qu'il existe d'importantes interactions entre la dette publique intérieure et la dette extérieure. Une amélioration de la capacité de gestion de la dette intérieure peut contribuer à rééquilibrer la structure de la dette et réduire les risques de

surendettement. Parallèlement, les mesures prises au niveau international peuvent aider les pays en développement à évoluer vers une structure de la dette plus sûre, ce qui leur permettrait de mieux résister aux chocs extérieurs. L'une des raisons pour lesquelles les pays en développement ont de lourdes charges d'emprunt est que le manque de données exactes et à jour sur le niveau d'endettement est lié au fait que les titres de dette émis par ces pays sont jugés plus risqués. La communauté internationale devrait donc allouer davantage de ressources à l'assistance technique afin de renforcer les moyens dont disposent les pays en développement pour gérer efficacement leur dette et publier des statistiques exactes.

53. Même en présence d'un système financier international plus cohérent, les défaillances d'emprunteurs souverains sont inévitables. Il faut donc mettre en place un mécanisme de règlement des crises d'endettement visant à assurer un règlement rapide et équitable des crises de dette souveraine. Cela fait des années que la CNUCED préconise la création d'un tel mécanisme, et la crise actuelle a montré une fois encore que le système financier international a beaucoup à gagner d'un règlement rapide et équitable des problèmes d'endettement.

## Annexe

### **Viabilité de la dette extérieure et viabilité des finances publiques**

1. Dans le passé, les analyses de la viabilité de la dette des pays en développement ont porté essentiellement sur la dette extérieure, en raison de la prééminence du problème de transfert et du fait que, jusqu'au début des années 90, la dette publique représentait la plus grande partie de la dette extérieure des pays en développement et que l'essentiel de leur dette publique était contractée à l'étranger. Toutefois, les crises des années 90 et du début du XXI<sup>e</sup> siècle ont été caractérisées par l'existence soit d'une dette extérieure privée considérable, soit d'un important encours de la dette publique intérieure. Actuellement, la moitié environ de la dette à long terme des pays en développement est émise par des emprunteurs privés et leur dette publique est financée à hauteur de plus de 50 % sur le marché intérieur.

2. Par conséquent, lorsque les dirigeants parlent de la viabilité de la dette, ils n'utilisent pas tous les mêmes définitions. Les uns considèrent la viabilité de la dette extérieure et le problème connexe de transfert, tandis que les autres considèrent essentiellement la viabilité de la dette publique et les problèmes budgétaires qui y sont associés. Certains estiment même que la dette extérieure privée ne crée aucun problème de transfert et qu'on ne devrait se préoccuper que de la dette publique extérieure<sup>1</sup>.

3. Ceux qui se préoccupent de la viabilité de la dette extérieure cherchent à savoir si le pays peut dégager les devises nécessaires pour assurer le service de la dette extérieure, sans se soucier de savoir si les différents secteurs de l'économie peuvent produire les ressources nécessaires pour régler leurs propres dettes. Ceux qui se préoccupent de la viabilité de la dette publique considèrent l'évolution de la dette publique totale sans se soucier du fait que le service de la dette publique pourrait nécessiter des ponctions sur les maigres réserves en devises.

4. Les deux notions sont importantes, mais leur amalgame obscurcit le débat sur la viabilité de la dette. La présente annexe vise à préciser la distinction entre les différents types de dette en examinant les différents types de vulnérabilité qu'elles créent.

#### **Viabilité de la dette extérieure**

5. L'observation selon laquelle un pays doit dégager des recettes nettes en devises pour rembourser sa dette extérieure était à l'origine des critiques que l'économiste John Maynard Keynes adressait en 1929 à ceux qui estimaient qu'une importante dette extérieure était essentiellement un problème budgétaire.

6. La différence fondamentale entre dette extérieure et dette intérieure réside dans le fait que l'aptitude à dégager des devises pour payer les intérêts et le

<sup>1</sup> Cette thèse, couramment appelée doctrine de Lawson, tire son nom d'un discours prononcé en 1988 par le Chancelier de l'Échiquier Nigel Lawson, qui a déclaré, à propos du déficit du compte courant du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord : « Dans le passé ... le déficit du compte courant du Royaume-Uni était presque toujours associé à un important déficit budgétaire, à de mauvais résultats économiques, à de faibles réserves et à une position extérieure nette fragile. La situation actuelle ne pourrait être plus différente. » Paradoxalement, un an après ce discours, le Royaume-Uni était plongé dans une grave récession.

principal n'est pas directement liée à la capacité d'un pays d'accroître ou d'élargir son assiette fiscale. Par conséquent, les ratios dette-PIB ou dette-recettes publiques ne sont pas des mesures appropriées de la capacité d'un pays de rembourser sa dette extérieure. Le ratio dette-exportations, qui est souvent utilisé, pose également problème car même un important secteur des exportations ne peut à lui seul dégager les ressources nécessaires lorsque les importations augmentent plus vite que les exportations.

7. À moins que la dette extérieure d'un pays ne soit libellée dans sa propre monnaie, seule une balance courante excédentaire permet de dégager les ressources nécessaires pour financer les engagements extérieurs nets (c'est-à-dire sans générer un endettement supplémentaire). Autrement dit, la dette extérieure nette doit toujours être remboursée au moyen de biens et services pouvant faire l'objet d'échanges internationaux<sup>2</sup>.

8. L'accumulation d'une importante dette extérieure nette est toujours due à un déficit persistant de la balance courante. Par conséquent, pour déterminer si un niveau d'endettement donné est viable, il faut comprendre les moteurs de l'évolution de la balance courante. Il n'est plus à démontrer que des fluctuations importantes des termes de l'échange, comme celles consécutives à une hausse des prix du pétrole, ont des répercussions immédiates et sensibles sur le solde de la balance commerciale et de la balance courante. De même, la baisse du déficit dans les pays qui produisent un important volume de biens industriels entrant dans le commerce international s'accompagne généralement d'une dévaluation nominale et en termes réels de leur monnaie. De fait, l'expérience montre qu'une modification du taux de change effectif réel peut réduire les déficits ou faire passer la balance commerciale et la balance courante d'un solde déficitaire à un solde excédentaire.

9. Ainsi donc, un important déficit courant conjugué à une appréciation du taux de change réel et à une perte de compétitivité globale semble être un meilleur indicateur d'un niveau d'endettement insoutenable qu'un déficit qui ne s'accompagne pas d'une perte de compétitivité. Selon certains, les pays en développement doivent accepter d'importantes entrées de capitaux et l'appréciation de leur monnaie qui en résulte parce que leur épargne est insuffisante et qu'ils doivent donc importer des capitaux pour investir et prospérer. Cet argument perd cependant de sa force dans un monde où l'ensemble des pays en développement connaît une croissance sans précédent, investit plus que jamais auparavant et est un exportateur net de capitaux.

10. En outre, selon le Rapport économique 2004 du Président des États-Unis, « l'intérêt d'avoir des entrées nettes de capitaux et un déficit courant dépend de l'utilisation de ces capitaux. La dette des ménages – l'excédent des dépenses ou de l'investissement par rapport à l'épargne – offre une analogie utile. Les ménages peuvent emprunter pour financer des vacances onéreuses, l'achat d'un logement ou l'éducation des enfants. On ne peut pas évaluer le bien-fondé d'un emprunt sans savoir à quoi il sert. De même, les emprunts extérieurs des pays peuvent être productifs ou non. » Par conséquent, la dette accumulée au titre d'une activité ou d'une autre apparaît sous un jour différent et sa viabilité ne peut être évaluée uniquement à la lumière des indicateurs macroéconomiques.

---

<sup>2</sup> En théorie, c'est également le cas lorsque la dette extérieure est libellée dans la monnaie nationale, mais les pays peuvent alors déprécier leur dette en recourant à la planche à billets.

11. Si donc un pays ou une région connaît une forte appréciation du taux de change réel, l'entrée nette de capitaux qui l'accompagne ne devrait pas être interprétée comme un signe de vigueur ni le résultat de la décision des investisseurs d'« économiser » en faveur de la région. Un signe de vigueur serait une entrée de capitaux sans surévaluation. Sinon, les exportations de capitaux des pays qui dévaluent leur monnaie sont le corollaire de leur succès sur le marché des biens et non un transfert autonome de ressources. Les flux de capitaux étant causés par l'évolution des prix relatifs, il est illogique de se plaindre des effets négatifs de la surévaluation tout en se félicitant de l'entrée nette de capitaux.

12. Ces considérations sont riches d'enseignements pour l'analyse de la viabilité de la dette extérieure. En particulier, l'analogie avec le calcul du niveau d'endettement public tolérable est erronée et il faut se garder de suivre cette méthode d'analyse. Toute mesure de la viabilité exige une analyse approfondie des causes de la dette.

### **Viabilité des finances publiques**

13. Le terme « viabilité des finances publiques » est souvent utilisé sans être clairement défini. Le Fonds monétaire international (FMI) considère qu'une dette est viable s'il est prévu que l'emprunteur sera en mesure de continuer à assurer son service sauf forte correction peu probable de la balance des revenus et des dépenses<sup>3</sup>.

14. La plupart des études visant à définir des critères formels de viabilité soulèvent des problèmes et demandent beaucoup de données. Les analystes ont donc élaboré des indicateurs empiriques afin de déterminer si les politiques actuelles peuvent stabiliser ou réduire le ratio d'endettement pour un taux d'intérêt réel, un taux de croissance économique et un encours initial de la dette donnés. Cet indicateur sert généralement à analyser l'excédent budgétaire primaire requis pour stabiliser le ratio dette-ratio IB :

$$\text{Excédent primaire} = (\text{taux d'intérêt} - \text{taux de croissance du PIB}) \times \text{dette publique}$$

Cette approche appelle plusieurs réserves. Tout d'abord, elle n'est pas fondée sur une définition précise de la viabilité et s'attache essentiellement à stabiliser le ratio dette-PIB, sans permettre de décider si tel ou tel ratio est optimal. Ensuite, l'indicateur ne permet pas de déterminer les conditions requises pour assurer la viabilité à long terme. Un pays peut avoir de bonnes raisons d'opter pour un déficit et ce serait une erreur de l'empêcher de prendre des mesures contracycliques parce qu'elles entraîneraient une surcorrection d'un ratio budgétaire qui correspond à un équilibre à long terme. Troisièmement, l'évaluation de l'équation ci-dessus repose sur des hypothèses concernant la croissance du PIB, le taux d'intérêt et les dépenses et les recettes publiques, et suppose implicitement que ces variables sont exogènes. Or, la plupart de ces variables sont généralement endogènes et interdépendantes. Il est illusoire de supposer qu'une hausse ou une baisse du déficit primaire n'aura aucun effet sur le taux d'intérêt et la croissance, ou qu'une variation du taux de croissance n'aura pas d'effet sur le déficit primaire. De fait, les déficits destinés à financer les investissements publics ne devraient pas être traités de la même manière

<sup>3</sup> FMI, « Assessing Sustainability », p. 4 (disponible en anglais seulement). Document d'orientation établi par le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques, 28 mai 2002, Washington.

que ceux qui visent à financer les dépenses courantes. Selon la pratique actuelle, les stratégies d'ajustement du secteur public regroupent les dépenses courantes et les investissements publics. Le Groupe de Rio (mécanisme permanent de consultation et de concertation politique entre 19 pays d'Amérique latine) a proposé d'exclure les dépenses d'investissement des objectifs de déficit budgétaire. Le principal argument en faveur de cette proposition est que, les dépenses courantes étant généralement difficiles à ajuster (du fait qu'elles se composent essentiellement des salaires et des programmes de protection sociale), l'investissement est la variable d'ajustement de choix quand le déficit dépasse l'objectif fixé. L'argument avancé dans la proposition est que le fait d'inclure les dépenses d'investissement dans le solde budgétaire visé revient à considérer tout accroissement de la dette comme une réduction de la richesse nationale, en n'attribuant implicitement aucune valeur aux dépenses d'investissement qui accroissent la richesse nette. Pour sa part, le Groupe de Rio penche en faveur d'indicateurs de viabilité similaires à celui proposé par Buitter en 1985<sup>4</sup>.

15. Enfin, l'indicateur ne tient pas compte d'une multitude de facteurs qui caractérisent la situation de la plupart des pays en développement et accroissent fortement l'incertitude. En particulier, les pays en développement ont bien souvent une marge de manœuvre fiscale réduite (du fait de l'ampleur de l'économie parallèle) et une base de recettes instable, sont exposés à d'importants chocs extérieurs (réels et financiers) qui accentuent le caractère aléatoire de la croissance du PIB et du service de la dette, et se caractérisent par un haut degré de dollarisation des engagements. Tous ces éléments compliquent la gestion de la politique budgétaire et rendent l'évaluation de la viabilité beaucoup plus difficile.

#### **Interactions entre viabilité de la dette extérieure et viabilité des finances publiques**

16. Il existe des liens importants entre la viabilité de la dette extérieure et celle des finances publiques. La plus évidente est que la dette publique des pays en développement représente 50 % environ de leur dette extérieure et que 50 % environ de leur dette publique est contractée à l'étranger. Mais il y a aussi des liens moins évidents. Par exemple, dans le cas d'un pays qui n'a aucune dette publique mais une importante dette extérieure privée, si les emprunteurs privés ne peuvent assurer le service de cette dette, le pays risque d'être plongé dans une crise monétaire et financière qui pourrait compromettre la viabilité des finances publiques. Toutefois, le marché intérieur de la dette peut aussi être à l'origine d'une crise. La crise mexicaine de 1994/95 s'est déclenchée sur le marché des CETES, qui sont des bons du Trésor émis dans la monnaie nationale, et la crise russe de 1998 a éclaté sur le marché des GKO, qui sont des titres de créance négociables à court terme émis par l'État dans la monnaie nationale.

17. La principale interaction entre viabilité des finances publiques et viabilité de la dette extérieure concerne le comportement du taux de change, ce qui crée un fâcheux dilemme. Rappelons en effet qu'une dévaluation en termes réels est une condition nécessaire pour rétablir un niveau d'endettement extérieur viable et qu'une grande partie de la dette publique des pays en développement est libellée en devises. Par conséquent, une forte dévaluation peut entraîner une hausse brutale du

<sup>4</sup> Willem Buitter, « A Guide to public sector debt and deficits », *Economy Policy: A European Forum*, vol. I, p. 13 à 79.

ratio dette-PIB (pour d'autres preuves à l'appui, voir Campos, Jaimovich et Panizza (2006), « The unexplained part of public debt », *Emerging Markets Review*, vol. 7, n° 3, p. 228 à 243)<sup>5</sup>.

18. Une appréciation de la monnaie peut donc avoir à la fois un effet positif sur la viabilité des finances publiques et un effet négatif sur la viabilité de la dette extérieure. Toutefois, lorsque cette appréciation est associée à une détérioration rapide de la balance courante, l'amélioration de la situation budgétaire ne sera que temporaire. C'est précisément le problème que pose la doctrine de Lawson, car elle peut conduire les pays à ignorer la fragilité de la situation de leurs paiements extérieurs, ce qui entraînera une crise monétaire et budgétaire. Mais ce dilemme signifie aussi que le fait de laisser la monnaie se dévaluer alors que le pays a une dette en devises risque de provoquer une crise d'endettement, voire même une coûteuse situation de défaut de paiement. C'est ce qui explique la « peur du flottement » dont sont victimes certains pays en développement.

19. Étant donné qu'une modification de la structure de la dette publique et un passage à l'emprunt intérieur peuvent réduire ces asymétries et atténuer le dilemme susmentionné, plusieurs pays en développement remboursent leur dette publique extérieure et la remplacent par une dette libellée en monnaie nationale. Selon certains observateurs et économistes, cette modification de la structure de la dette protégera les pays en développement contre les crises d'endettement. S'il est vrai que la dette intérieure est généralement plus sûre (du point de vue de l'émetteur), les pays qui se tournent vers l'emprunt intérieur risquent de simplement remplacer une vulnérabilité par une autre. Par exemple, la discordance des échéances risque de se substituer aux discordances de change et un endettement intérieur excessif pourrait avoir un effet négatif sur la crédibilité monétaire, ce qui pousserait les taux d'intérêt intérieurs à la hausse<sup>6</sup>.

20. Ces interactions entre viabilité de la dette extérieure et viabilité des finances publiques montrent qu'il faut tenir compte de la dette intérieure dans toute évaluation de la viabilité de la dette. Ce n'est pas pratique courante aujourd'hui, et ce pour au moins deux raisons. La première tient au fait que, si la dette intérieure peut avoir une incidence sur la viabilité de la dette extérieure, ces deux types de dettes créent des vulnérabilités différentes. Ce serait donc une erreur de simplement les additionner. La seconde raison, plus pragmatique, est qu'il est difficile d'obtenir des données sur le montant et la composition de la dette intérieure. Pire encore, il n'existe même pas une bonne définition des deux types de dette. De fait, alors que la définition officielle de la dette extérieure met l'accent sur le pays de résidence du créancier (la dette extérieure est détenue par des non-résidents), la plupart des pays

<sup>5</sup> C'est la raison pour laquelle les publications sur le péché originel et les discordances de change (Eichengreen, Hausmann et Panizza, « The pain of original sin » (voir note 9) affirment que l'endettement extérieur peut être dangereux même s'il n'existe pas de problème de transfert. La dette extérieure des pays en développement étant le plus souvent libellée en devises, leur aptitude à rembourser leur dette dépend du comportement du taux de change, qui a tendance à être très instable dans ces pays (Ricardo Hausmann, Ugo Panizza et Roberto Rigobon, « The long-run volatility puzzle of the real exchange rate », *Journal of International Money and Finance*, vol. 25, n° 1, p. 93 à 124, 2006). Ces vulnérabilités n'existent normalement pas dans les pays qui peuvent emprunter dans leur propre monnaie (ou mieux encore, recourir à la planche à billets), comme les États-Unis.

<sup>6</sup> Voir Guillermo Calvo, « Servicing the public debt: the role of expectations », *American Economic Review*, vol. 78, n° 4, p. 647 à 661, 1988.

classent leur dette extérieure et leur dette intérieure en fonction du lieu d'émission et de la législation régissant le contrat de dette (la dette extérieure est une dette émise dans un pays étranger et relevant de la compétence d'un tribunal étranger).

---