

# INTRODUCTION

DANIEL COHEN\*  
CÉCILE VALADIER\*\*  
ÉDOUARD VIDON\*\*\*

**E**n 2019, à la veille de la crise de la Covid-19, le stock brut mondial de dette (hors secteur financier) atteignait déjà plus de 197 000 Md\$, soit 226 % de PIB<sup>1</sup>. Près d'un tiers de cette dette était dû par les ménages, les entreprises et les gouvernements des pays émergents et en développement (PED)<sup>2</sup>, soit près de 180 % du PIB de ces économies. Un tel niveau d'endettement résulte d'une accumulation continue et rapide depuis la dernière crise financière internationale, ce que la Banque mondiale a appelé « le quatrième épisode mondial d'accumulation de dette » dans son rapport intitulé *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. À la fin de 2019, la Banque mondiale soulignait que les trois épisodes précédents s'étaient tous terminés par des crises financières coïncidant avec des récessions ou des ralentissements prononcés de la croissance mondiale. Un an après, même si la crise économique de 2020 n'est pas d'origine financière, son ampleur sans précédent a brutalement mis à jour les vulnérabilités des trajectoires d'endettement des PED.

13

Quels sont les facteurs ayant favorisé une hausse massive de l'endettement des PED depuis la dernière décennie ? Les vulnérabilités spécifiques de ces économies, anciennes et nouvelles, confrontées au choc de la Covid-19, sont-elles susceptibles de se traduire par une nouvelle crise de la dette ? Que peut-on apprendre des crises de dette précédentes

---

\* Professeur et directeur, Département d'économie, École normale supérieure, Paris School of Economics (PSE).

\*\* Directrice adjointe, Département diagnostics économiques et politiques publiques, Agence française de développement (AFD). Contact : valadiere@afd.fr.

\*\*\* Directeur de la stabilité financière, Banque de France.

Les opinions exprimées ici sont celles des auteurs et n'engagent pas l'AFD ou la Banque de France.

en matière de résolution ? Ce numéro de la *Revue d'économie financière* a pour objectif de répondre à ces questions, au moment précis où elles se posent avec acuité à la communauté internationale et alors que les leçons des crises antérieures ne semblent pas avoir été complètement tirées. En témoignent deux exemples particulièrement symboliques que sont (1) l'éternel recommencement de la crise de la dette argentine et (2) la difficile coordination des créanciers des pays pauvres et qui font ressurgir le spectre du *too little, too late* ayant pesé sur les résolutions des crises précédentes. À la suite des initiatives du G20, l'élaboration d'un cadre commun inspiré des principes du Club de Paris laisse néanmoins espérer une meilleure approche multilatérale des crises de la dette.

### L'ACCUMULATION DE DETTE DES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

Dans leur article, *Camille Fabre et Clément Marsilli* reviennent sur l'évolution de l'endettement des pays émergents et des pays en développement et sur les traits communs qui la caractérisent malgré une structure d'endettement relativement distincte. L'augmentation importante des niveaux de dette, la diversification des créanciers en faveur des créanciers privés et émergents, la complexification des instruments de dette sont autant de tendances à l'œuvre sur une longue période. Ces évolutions ont accru les vulnérabilités liées à la dette dans les PED et périodiquement conduit à des crises de la dette (pays d'Amérique latine dans les années 1980 ; pays d'Asie de l'Est à la fin des années 1990 ; pays à faible revenu au début des années 2000). La crise de la Covid-19 vient aujourd'hui exacerber des vulnérabilités préexistantes et laisse craindre la survenue d'épisodes de défaillance à grande échelle dans les PED, rendant d'autant plus critique une réforme de l'architecture internationale de la dette.

La hausse de l'endettement des États depuis la crise financière internationale s'est accompagnée d'un essor de la dette du secteur privé. Les entreprises des PED ont diversifié leurs sources de financement et ont, en particulier, eu recours à des financements en devises. *Facundo Abraham, Juan J. Cortina et Sergio L. Schmukler* analysent les effets de la hausse des émissions obligataires par les entreprises privées en Amérique latine et en Asie de l'Est entre 2010 et 2019, et contrastent les risques auxquels font face les deux régions. Les entreprises asiatiques ont principalement emprunté auprès des investisseurs nationaux, via des émissions obligataires en monnaie locale, tandis que les entreprises sud-américaines se sont endettées en devises fortes. Ces dernières ont donc été plus vulnérables aux chocs externes et à la dépréciation de leurs monnaies, tandis que les risques principaux pour les entreprises asia-

tiques résident dans des niveaux plus élevés d'endettement, notamment des entreprises de plus petite taille dont les options de financement sont plus limitées et les créances, des maturités plus courtes.

Par contraste avec une période persistante de taux bas, voire négatifs, sur une part importante de la dette des économies avancées, la dette des marchés émergents a continué d'offrir des rendements attractifs au cours de la dernière décennie. Par ailleurs, de nombreuses économies émergentes sont devenues structurellement plus fortes, davantage capables d'assurer le service de leur dette et, par conséquent, moins risquées aux yeux des investisseurs internationaux. Bien que les pays émergents aient été durement touchés par la crise de la Covid-19, le Fonds monétaire international (FMI) prévoit une croissance plus forte dans ces économies que dans le monde développé en 2021. Du point de vue des investisseurs et des gestionnaires d'actifs, ce contexte macroéconomique a vocation à soutenir la poursuite de la croissance du marché de la dette des pays émergents. L'article de *Joan Elbaz et Sergei Strigo* rappelle l'importance des conditions macrofinancières dans les pays développés pour le financement de la dette des PED, tout en mettant en lumière les opportunités et les risques associés à cet univers d'investissement.

Enfin, cette première partie se conclut par une double analyse du rôle croissant de la Chine, à la fois comme emprunteur et comme créancier : une partie significative de l'augmentation du stock de dette des PED depuis 2010 est en effet attribuable à la Chine, tandis que dans le même temps, la Chine est devenue un créancier majeur vis-à-vis de nombreux PED, notamment dans le cadre de son initiative des Routes de la Soie. *Camille Macaire* revient sur cette phase sans précédent d'expansion de l'endettement privé en Chine pour en analyser les risques et les enjeux. Face à cette dynamique, les autorités ont mis en place des réformes visant à assainir le secteur financier. Cette orientation a été maintenue malgré le ralentissement économique et a commencé à porter ses fruits, avec une stabilisation des niveaux de dette depuis 2017. Face à la crise de la Covid-19, les autorités ont mis en place des mesures de soutien limitées, afin d'éviter de replonger dans une spirale d'endettement. Mais la hausse des niveaux d'endettement et le choc sur la croissance économique font porter des risques accrus aux banques, et la question des prêts non performants va rester prégnante. *Ysaline Padieu et Alisée Pornet* exposent, quant à elles, la place grandissante de la Chine au sein de la communauté des créanciers internationaux, et présentent les enjeux liés à la vague récente de restructurations de dette. La Chine a en effet rejoint récemment la Banque mondiale et le FMI en tant que créancière officielle majeure des pays en développement et émergents.

Le volume de créances chinoises en font un acteur incontournable dans le dialogue multilatéral des bailleurs. Les participations de la Chine à cette démarche sont rendues nécessaires par les difficultés économiques croissantes et le risque de surendettement externe qui pèse sur les pays emprunteurs. Les restructurations de la dette accordées par la Chine se sont ainsi accrues ces cinq dernières années.

### STRUCTURE DE L'ENDETTEMENT ET EFFETS DE LONG TERME

La hausse de l'endettement des PED a ravivé les débats autour des effets de long terme de la dette et de son impact potentiellement déstabilisateur sur ces économies. Dans le premier article de cette partie, *Carl Magnus Magnusson* s'interroge sur la viabilité d'une stratégie de croissance basée sur l'investissement financé par l'emprunt et identifie la dépendance aux créanciers externes et donc aux conditions prévalant dans les économies avancées comme le facteur principal de vulnérabilité des trajectoires d'endettement des PED. Il tire plusieurs enseignements de la crise asiatique comme de la crise de la dette des pays à faible revenu pour identifier les mesures susceptibles d'atténuer la sévérité de la crise en gestation.

16

L'article de *Gong Cheng* analyse l'évolution des émissions d'obligations en devise dans les économies émergentes depuis la crise financière mondiale, s'intéressant notamment aux disparités régionales. De 2011 à 2019, les marchés émergents ont considérablement réduit leur dépendance aux financements en devise et se sont tournés vers les emprunts en monnaie locale sur les marchés de dette aussi bien national qu'international. Si les emprunts libellés en monnaie locale éliminent le risque de change pour les emprunteurs, une dynamique défavorable entre les taux de change et les rendements des obligations libellées en monnaie locale peut accentuer le risque de taux d'intérêt pour les investisseurs étrangers, conduisant ainsi à une fuite de capitaux lors d'un choc externe. Développer les marchés locaux de dette et nourrir une base d'investisseurs nationaux restent ainsi une solution de long terme à mettre en œuvre par les pays émergents.

Les deux articles suivants approfondissent les termes du débat entre mobilisation du financement externe et développement des marchés financiers locaux.

*Gregory Smith* fait le point sur le recours accru des économies frontalières, en particulier africaines, aux émissions obligataires internationales. L'ampleur et la composition de la dette souveraine africaine ont ainsi rapidement évolué au cours des dix années qui ont suivi la crise financière mondiale. De nouvelles possibilités d'emprunt se sont pré-

sentées, y compris sur les marchés mondiaux de la dette, où de nombreux pays africains ont émis des euro-obligations souveraines en monnaie forte. Cet accès accru à l'emprunt auprès de sources privées a permis de combler des déficits de financement et amélioré les possibilités de progression vers les Objectifs de développement durable (ODD) des Nations unies. Toutefois, l'émission d'euro-obligations a aussi présenté des risques avérés pour les émetteurs souverains. En 2020, les conséquences de la crise liée à la pandémie ont accentué la charge de la dette de la plupart des pays africains. La crise a ainsi mis en évidence la nécessité de mesures urgentes visant à préserver l'accès aux marchés et à garantir le maintien de la viabilité de la dette publique. *Florian Lalanne et Jim Turnbull* se concentrent sur le rôle de la transparence de marché, c'est-à-dire la disponibilité d'information concernant l'activité sur les marchés obligataires, comme élément susceptible de favoriser le développement de marchés obligataires locaux dans les PED. Lorsqu'elles organisent la supervision des marchés, les autorités locales doivent mettre en place des règles appropriées pour la communication de l'information afin de contrôler l'activité des acteurs de marché. La transparence de marché favorise également le mécanisme de formation des prix en permettant aux prix obligataires d'intégrer l'ensemble de l'information disponible. Les bénéfices de la transparence pour le développement du marché obligataire ne sont toutefois pas aussi évidents que pour les actions. À partir d'une analyse de la micro-structure des marchés obligataires, ils explorent les mesures permettant d'améliorer cette transparence, et évaluent leurs avantages et leurs limites pour aider au développement des marchés locaux dans les PED.

Enfin, *Hippolyte d'Albis, Pierre Jacquet, Jean-Hervé Lorenzi et Akiko Suwa-Eisenmann* rappellent les principes qui sous-tendent le Consensus de Dakar, tel que formulé par les économies africaines en décembre 2019 et examinent sa pertinence à la lumière de la crise de 2020. Trois questions sous-jacentes au financement du développement des pays africains et qui sont reflétées de façon explicite ou implicite dans ses recommandations restent d'actualité : celle d'une asymétrie structurelle entre les bailleurs de fonds internationaux et les pays emprunteurs ; celle de la contrepartie des financements et de la soutenabilité de la dette face à un besoin massif d'investissements ; et celle de la place des économistes universitaires des pays du Nord dans le développement des pays du Sud.

### QUAND LA DETTE N'EST PLUS SOUTENABLE

Illustration emblématique de ce que Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ont qualifié de « défauts en série », le cas argentin est particulièrement intéressant à étudier. Trois ans après l'arrivée au pouvoir en

Argentine de Mauricio Macri, le pays a été une nouvelle fois confronté à une crise de confiance, dans l'incapacité de financer ses déficits, et contraint de négocier le plus grand programme de l'histoire du FMI, avant de devoir restructurer sa dette externe. L'article de *Juan Carluccio et Rafael Cezar* analyse l'économie argentine, notamment la dynamique de la dette, pendant cette période et s'efforce de dégager les raisons qui ont amené à l'échec du programme économique du gouvernement. Comme par le passé, les racines de la crise résidaient dans la montée progressive des déséquilibres macroéconomiques, notamment marqués par les déficits jumeaux. L'échec du régime de ciblage d'inflation, qui était au cœur du programme FMI, a mis en lumière la nécessité de réformes institutionnelles, en vue de promouvoir l'indépendance de la banque centrale. Enfin, la renégociation de la dette est porteuse de leçons quant au rôle des clauses d'action collective.

Alors que la communauté internationale se mobilise pour répondre aux tensions sur la soutenabilité de la dette des PED exacerbées par la crise de la Covid-19 et qu'un nouveau cycle de restructurations de dette se profile, *Marin Ferry* s'attache à tirer un bilan des initiatives d'annulation de la dette des pays pauvres très endettés au tournant de la décennie 2000. Les études les plus récentes conduisent à observer une contribution certaine de ces initiatives à l'amélioration de la santé, de l'éducation et des finances publiques au sein des pays bénéficiaires. Les bénéfices pour la croissance, au cœur des préoccupations initiales, sont en revanche toujours attendus. La longue durée de mise en œuvre de ces initiatives et les évolutions économiques et sociales observées dans ces pays ces vingt dernières années rendent l'identification de leurs effets sur la croissance pour le moins ardue. Il convient néanmoins d'apprécier leurs bénéfices pour l'atteinte de certains objectifs de développement.

Dans le contexte de hausse abrupte de l'endettement, résultant de la pandémie de Covid-19 et de difficultés de nombreux PED à faire face à leurs échéances, la crise de liquidité du printemps 2020 pourrait à terme se transformer en crise de solvabilité, conduisant plusieurs pays à devoir restructurer leur dette publique. *Pierre Cailleteau et Thomas Lambert* font le point sur les évolutions à l'œuvre dans le paysage de la renégociation des dettes publiques et les dynamiques entre créanciers, et proposent des pistes de réflexion pour recréer un cadre international efficace favorisant des processus de restructuration ordonnés. Face à cet enjeu, l'article de *Schwan Badiron Gafari et Arthur Bauer* donne la perspective des créanciers publics, à travers une analyse de l'action du Club de Paris, principal forum international de restructuration des dettes officielles bilatérales, et des initiatives prises par le G20 en matière de traitement de dette. En réponse à la crise de liquidité du

printemps dernier, l'Initiative de suspension du service de la dette représente un exemple de coordination efficace entre le Club de Paris et les créanciers émergents. Au-delà de cette première réponse, le cadre commun inspiré des principes du Club de Paris, qui a été adopté le 13 novembre 2020, devrait permettre une coordination entre les principaux créanciers officiels bilatéraux pour les futures restructurations auxquelles pourraient faire face les pays dont la dette ne serait plus soutenable.

### *NOTES*

1. Global Debt Database, IMF, février 2021.
2. Global Debt Monitor, IIF, février 2021.

