

LA PANDÉMIE DE LA DETTE

Il faut de nouvelles mesures pour améliorer la renégociation des dettes souveraines

Jeremy Bulow, Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff et Christoph Trebesch



La pandémie de COVID-19 a considérablement allongé la liste des pays en développement et émergents en situation de surendettement. Pour certains, la crise est imminente. Pour beaucoup d'autres, seuls des taux d'intérêt mondiaux exceptionnellement bas pourraient retarder l'heure des comptes. Les taux de défaillance augmentent, comme la nécessité d'une restructuration des dettes. Mais de nouveaux défis pourraient compliquer les renégociations si les États et les prêteurs multilatéraux ne proposent pas des outils plus performants pour traiter la vague de restructurations.

Le FMI, la Banque mondiale et d'autres institutions multilatérales ont réagi rapidement pour fournir des financements indispensables en pleine pandémie, alors que les recettes publiques s'effondraient en même temps que l'activité économique et que les flux de capitaux privés se tarissaient brutalement (graphique 1). En plus des nouveaux prêts accordés par des institutions multilatérales, les créanciers membres du Groupe des Vingt (G-20) ont accepté un moratoire en faveur des pays les plus pauvres de la planète. Ils ont encouragé les créanciers privés à leur emboîter le pas, sans grand succès.

À ce jour, le choc pandémique s'est limité aux pays les plus pauvres et ne s'est pas transformé en une véritable crise des pays émergents à revenu intermédiaire. Grâce, notamment, aux conditions de liquidité mondiales favorables liées à l'aide massive fournie par les banques centrales aux pays avancés, les sorties de capitaux privés ont été modérées et de nombreux pays à revenu intermédiaire ont pu continuer à emprunter sur les marchés de capitaux. D'après le FMI, les États de pays émergents ont émis 124 milliards de dollars de dette en devises fortes pendant le premier semestre de 2020, dont les deux tiers au deuxième trimestre.

Mais l'accès durable des pays émergents aux marchés de capitaux demeure un sujet de préoccupation. La période la plus risquée est peut-être devant nous. La première vague pandémique n'est pas terminée. L'expérience de la pandémie grippale de 1918 donne à penser qu'une seconde vague, encore plus virulente, est possible, surtout s'il faut attendre mi-2021 (voire plus tard) pour qu'un vaccin efficace soit disponible partout. Même dans le scénario le plus optimiste, les voyages internationaux seront

complicés et la conjoncture restera très incertaine, tant au niveau de la consommation que des entreprises. La pauvreté a fortement augmenté dans le monde, et de nombreuses personnes ne retourneront pas travailler après la crise. Dans les pays avancés également, la crise n'a pas encore déployé toutes ses ramifications politiques. L'hostilité à la mondialisation, qui montait déjà avant la COVID-19, pourrait s'intensifier.

Même si une majorité de pays émergents a réussi à emprunter davantage en monnaie locale, les entreprises ont continué à accumuler des dettes en devises. En cas de graves difficultés, il est probable que les gouvernements des pays concernés céderont à la tentation de renflouer leurs champions nationaux, tout comme l'ont fait les États-Unis et l'Europe.

Au reflux spectaculaire des financements privés s'ajoute le fait que les envois de fonds des émigrés de pays émergents vers leurs pays d'origine devraient chuter de plus de 20 % cette année. Dans le même temps, les besoins de financement ont explosé, car les pays émergents et en développement doivent composer avec les mêmes tensions budgétaires que les pays avancés. Il faut renforcer les systèmes de santé et aider les citoyens les plus durement touchés. Les besoins de financement ne feront qu'augmenter parallèlement à la facture économique de la crise.

L'accentuation des tensions budgétaires s'est accompagnée d'une nouvelle vague de déclassements de dettes souveraines, plus importante que les pics atteints lors des crises précédentes (graphique 2). Les tensions ont persisté alors même que les banques centrales des principaux pays avancés ont assoupli les modalités d'octroi des crédits. Les achats d'obligations d'entreprises effectués par les banques centrales pour aider les entreprises locales des pays émergents et en développement ont également pesé sur la notation des dettes.

L'histoire nous montre que les pays peuvent parfois continuer d'emprunter même en cas de risque élevé de défaillance. L'examen de 89 épisodes de cessation de paiement entre 1827 et 2003 indique que l'endettement extérieur et national progresse souvent sensiblement dans la période qui précède la défaillance (Reinhart et Rogoff, 2009). En principe, ce ne sera pas le cas cette fois, mais les précédents n'incitent pas à l'optimisme.

Dans un contexte où les besoins de financement d'un large éventail de pays sont massifs et synchrones, on assiste en arrière-plan à une augmentation des besoins de restructuration qui est sans équivalent depuis la crise de la dette des années 80. Les créanciers officiels devraient se tenir prêts à agir dès que nécessaire.

En l'occurrence, ils seront gênés par deux tendances qui se développent indépendamment de la crise de la COVID-19 et que l'on pourrait qualifier de « conditions préexistantes ».

Premièrement, les créanciers privés réclament de plus en plus une part énorme dans le cadre des restructurations. Bien que le secteur public soit théoriquement un créancier privilégié, l'histoire montre plutôt une autre réalité.

Pendant la crise des années 80 liée à la dette des pays émergents, les créanciers privés se sont bien débrouillés, tandis que les créanciers officiels accumulaient les pertes (Bulow, Rogoff et Bevilaqua, 1992). La situation a pris la même tournure durant la crise de la dette européenne : les investisseurs ont effectivement enregistré quelques pertes en Grèce, mais récupéré une grande partie de leur mise, les remboursements ayant été facilités par des prêts à grande échelle consentis par les États de la zone euro (Zettelmeyer, Trebesch et Gulati, 2013). Ce schéma s'est répété pendant plus de deux siècles de financements privés et publics : quand les investisseurs privés se retirent, les créanciers officiels entrent souvent en lice (Horn, Reinhart et Trebesch, 2020, cité dans le graphique 1).

Une analyse récente des pertes (dues aux décotes) respectivement subies par les créanciers officiels et publics jette encore un peu plus le doute sur le rang prétendument supérieur des créances du secteur officiel (Schlegl, Trebesch et Wright, 2019).

Ces résultats ne devraient pas nous surprendre. Après tout, les États protègent traditionnellement les créanciers nationaux qui prêtent à l'étranger (les banques d'Europe du Nord dans le cas de la Grèce, par exemple) tout en veillant à la stabilité et au bien-être du pays emprunteur. Cet altruisme modifie le rapport de force au détriment du secteur officiel, en particulier vis-à-vis des créanciers privés. Les créanciers officiels peuvent ainsi écoper de l'essentiel des pertes, même quand ils ne détiennent initialement qu'une petite partie de l'encours de la dette, comme en Grèce.

La nouvelle **stratégie de résistance et de recours judiciaire appliquée par les investisseurs privés** opposés aux annulations partielles de dette et aux restructurations constitue un autre défi. Le nombre de restructurations a baissé, mais le pourcentage qui s'accompagne d'actions en justice augmente (voir le graphique 3, tiré de Schumacher, Trebesch et Enderlein, 2018). Le phénomène est déconcertant, même s'il n'explique peut-être pas complètement le succès avec lequel le secteur privé parvient à tirer le meilleur parti des restructurations.

La seconde condition préexistante est la durée des crises de la dette. Selon le mot célèbre d'un des anciens présidents de la Citibank, William Rhodes, pendant la crise des années 80 : « Il est facile de décréter un moratoire. La difficulté, c'est d'y mettre fin. »

En moyenne, les épisodes de défaut de paiement se soldent en sept ans, au terme, généralement, de multiples restructurations (graphique 4). Hélas, il n'est pas rare que la restructuration tourne au marchandage, le pays débiteur étant souvent (et légitimement) prêt à échanger un alourdissement de sa dette future contre une diminution immédiate de ses remboursements, avec la ferme intention de faire à nouveau restructurer sa dette si besoin. La durée du processus aide également les deux parties à négocier des injections plus massives avec les créanciers officiels (Bulow et Rogoff, 1989). Et il est fréquent que les créanciers soient disposés à refinancer à plusieurs reprises les dettes (crédit perpétuel) pour afficher provisoirement de meilleurs bilans. La crise de la COVID-19 pourrait, dans la pire des hypothèses, conduire à une nouvelle « décennie perdue » pour le développement et des retards importants dans le règlement des dettes.

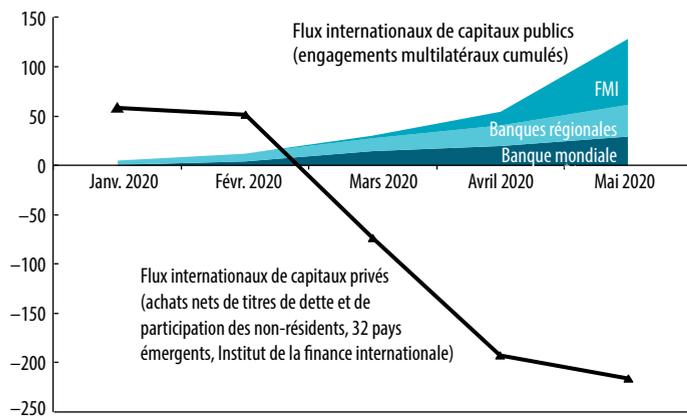
Que peuvent faire les gouvernements et les bailleurs de fonds multilatéraux pour s'assurer que les nouveaux financements aident effectivement la

Graphique 1

Sauvetages multilatéraux

Les financements débloqués rapidement par des bailleurs multilatéraux ont aidé à compenser l'effondrement des recettes publiques et le retrait des capitaux privés.

(milliards de dollars)



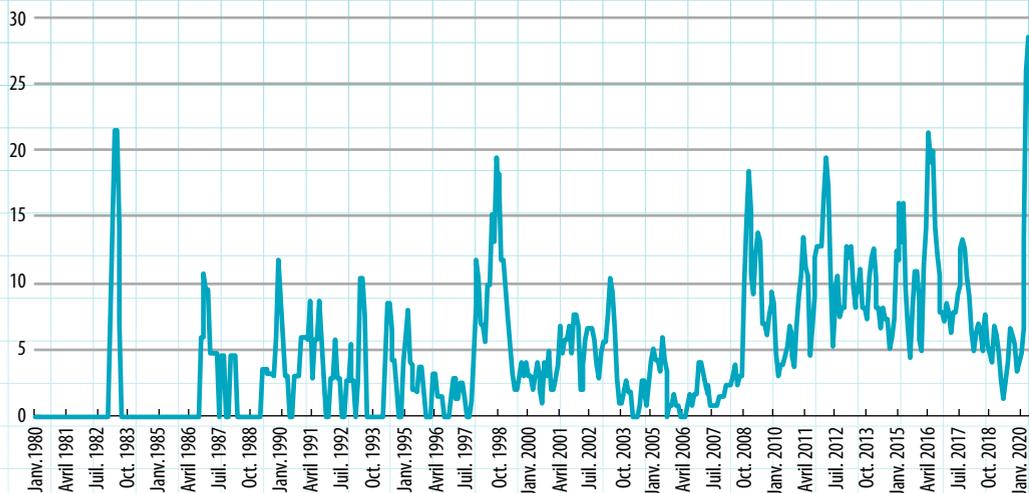
Source : Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart et Christian Trebesch, 2020. « Coping with Disasters: Two Centuries of International Official Lending », NBER Working Paper n° 27343, Bureau national d'études économiques des États-Unis, Cambridge, Massachusetts.

Graphique 2

Déclassement des dettes souveraines

En 2020, le nombre de révisions à la baisse des notations a plus augmenté que lors des pics liés aux crises précédentes.

(cumuls trimestriels des pourcentages de notes souveraines abaissées, 1980–2020)



Sources : Fitch ; Moody's ; Standard and Poor's ; Trading Economics.

population des pays emprunteurs touchés par la pandémie au lieu d'enrichir les créanciers ? Et comment peuvent-ils accélérer le processus de restructuration ? Voici trois pistes concrètes :

- *Améliorer la transparence concernant les données sur la dette et les contrats de prêt*

Il est tout à fait capital que la Banque mondiale, le FMI et le G-20 continuent de plaider pour une transparence accrue des statistiques sur la dette.

S'agissant de l'évaluation de l'endettement extérieur de nombreux pays en développement, les prêts de la Chine, devenue depuis quelques années le plus gros créancier bilatéral, sont une source inédite de complications notables. Ils sont malheureusement souvent assortis de clauses de non-divulgaration, et il est difficile d'en avoir une vision exacte. Des données plus détaillées sur l'exposition du secteur privé pourraient, en cas de surendettement, faciliter des négociations plus rapides entre créanciers et emprunteurs et permettre aussi bien aux créanciers qu'aux États d'identifier les obligations pour lesquelles le problème des créanciers intraitables ou procéduriers peut se poser. Dans le cadre d'une initiative de transparence globale, des informations complètes pourraient, par exemple, être exigées au sujet des détenteurs d'obligations souveraines ainsi que des contrats d'échange sur défaut, qui modifient du jour au lendemain l'identité des créanciers. Connaître les

acteurs en jeu et les montants dus permettrait à la communauté internationale et aux citoyens des pays concernés de mieux surveiller de quelle manière les ressources limitées sont utilisées en temps de crise. Pour l'emprunteur lui-même, les comptes doivent être plus complets, avec des données de meilleure qualité sur la dette intérieure et celle des entreprises publiques. Il est aussi de plus en plus important de tenir compte du fardeau des retraites, comme l'ont très clairement montré les récentes renégociations de dette à Detroit et Porto Rico.

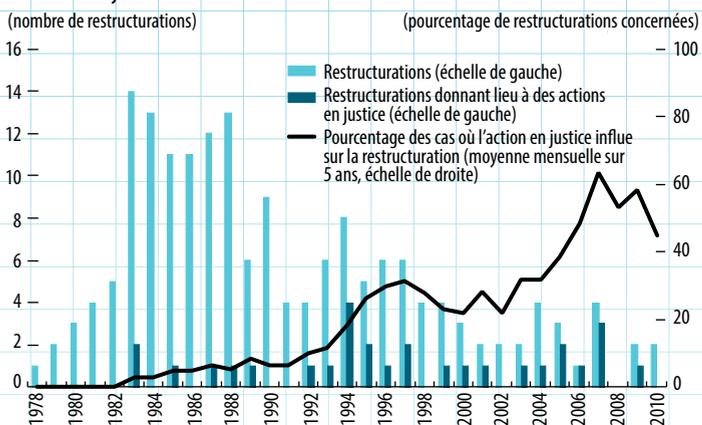
- *Établir des prévisions économiques reflétant les risques de détérioration*

Disposer de prévisions de croissance réalistes est essentiel pour ne pas sous-estimer les besoins de financement à court terme d'un pays ni surestimer sa capacité à honorer ses engagements. L'historien du FMI James Boughton note que, pendant la majeure partie de la crise de la dette des années 80, les anticipations de croissance sont demeurées excessivement optimistes, en particulier en Amérique latine. Faire preuve de réalisme, notamment en reconnaissant la fragilité des pays très endettés, peut accélérer le règlement des crises. Une identification plus rapide de l'insolvabilité et des cas nécessitant une forte dépréciation de la dette ne garantit pas une résolution plus rapide, mais constitue un pas dans la bonne direction.

Graphique 3

Risques juridiques

De plus en plus de restructurations de dettes souveraines s'accompagnent d'actions en justice.

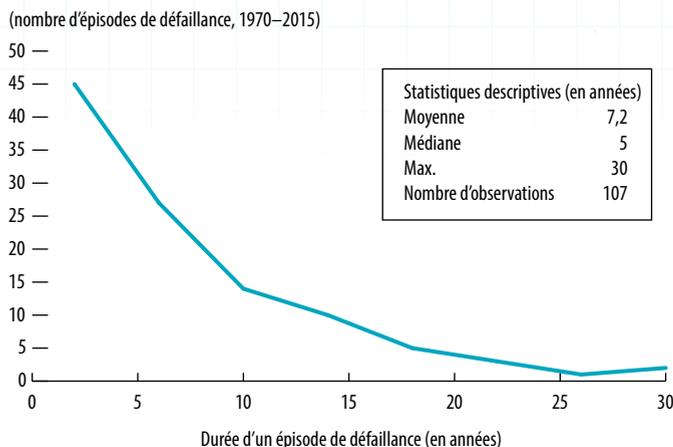


Source : Schumacher, Julian, Christoph Trebesch et Henrik Enderlein, 2018. « Sovereign Defaults in Court », CEPR Discussion Paper n° 12777, Centre for Economic Policy Research, Londres.

Graphique 4

Durée des renégociations de dettes souveraines

En moyenne, le règlement d'un épisode de défaut de paiement dure plus de sept ans.



Source : Meyer, Josefin, Carmen M. Reinhart, Christoph Trebesch et Clemens von Luckner, 2020. « Serial Sovereign Debt Restructurings and Delay: Evidence from the 1930 and 1980s Default Waves », non publié, Université Harvard, Cambridge, Massachusetts.

- *Modifier les législations pour assurer une restructuration ordonnée des dettes souveraines*

Les juridictions qui réglementent les obligations internationales (notamment, mais pas exclusivement, New York et Londres) ou celles où les paiements sont traités peuvent contribuer à des restructurations plus ordonnées en promouvant des règles du jeu plus

équitable entre débiteurs souverains et créanciers. Par exemple, les législations nationales peuvent plafonner les montants que seraient susceptibles de rapporter les obligations d'État en souffrance achetées au rabais. En 2010, le Royaume-Uni a promulgué une loi dans cet esprit en faveur des pays participant à l'initiative des pays pauvres très endettés. De son côté, en 2015, la Belgique a adopté une loi pour lutter contre les « fonds vautours » ; elle empêche les créanciers qui intentent des actions de bloquer les paiements transitant par Euroclear. Faciliter les restructurations à la majorité redynamiserait aussi la législation : un État souverain et une majorité qualifiée de ses créanciers pourraient ainsi conclure un accord contraignant pour l'ensemble des créanciers concernés par une restructuration.

La pandémie mondiale est un choc centennal justifiant que les créanciers officiels et privés se montrent généreux avec les pays émergents et en développement, y compris en protégeant le système commercial mondial et en aidant les pays à surmonter leurs problèmes d'endettement.

Il faut les soutenir, quels que soient les progrès envisageables dans la gestion des renégociations de dette. Toutefois, pour qu'autant d'aide que possible parvienne aux citoyens des pays débiteurs, il est impératif de veiller à l'équité entre les créanciers, ainsi qu'à un juste partage du fardeau, en particulier entre bailleurs officiels et privés. Plus les aides publiques et les prêts bonifiés peuvent bénéficier aux populations les plus démunies du globe, moins ils finiront en remboursements encaissés par les créanciers intransigeants ... et mieux ce sera. **FD**

JEREMY BULOW est professeur d'économie (chaire Richard A. Stepp) à la Stanford Business School ; **CARMEN M. REINHART** est vice-présidente et économiste en chef du Groupe de la Banque mondiale ; **KENNETH ROGOFF** est professeur de politiques publiques (chaire Thomas D. Cabot) et d'économie à l'Université Harvard ; et **CHRISTOPH TREBESCH**, professeur de finance internationale à l'Institut d'économie mondiale de Kiel.

Bibliographie :

Bulow, Jeremy, and Kenneth Rogoff. 1989. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt." *Journal of Political Economy* 97 (February): 155–78.

———, and Afonso Bevilacqua. 1992. "Official Creditor Seniority and Burden Sharing in the Former Soviet Bloc." *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 195–222. Washington, DC: Brookings Institution.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Schlegl, Matthias, Christoph Trebesch, and Mark L. J. Wright. 2019. "The Seniority Structure of Sovereign Debt." NBER Working Paper 25793, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch, and Mitu Gulati. 2013. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy." *Economic Policy* 28 (75), 513–63.