
TROISIÈME PARTIE

Utilisation des données de la dette extérieure

15. Viabilité de la dette : scénarios à moyen terme et ratios d'endettement

Introduction¹

15.1 La création de dette est un effet naturel de l'activité économique. À tout moment donné, il y a des entités économiques dont le revenu dépasse la consommation et les besoins d'investissements courants, tandis que d'autres ont un revenu insuffisant. La création de dette permet aux deux catégories d'entités de mieux réaliser leurs préférences en matière de consommation et de production, ce qui contribue à la croissance économique.

15.2 La création de dette part de la supposition que le débiteur remplira les conditions du contrat de prêt. Mais si le revenu du débiteur est insuffisant ou qu'il n'y a pas assez d'avoirs pour assurer le remboursement au cas où son revenu se révèle insuffisant, des problèmes d'endettement surviennent; le stock de la dette sera tel que le débiteur ne pourra pas satisfaire ses obligations. En pareilles circonstances, ou par anticipation de pareilles circonstances, il se peut que les avantages associés aux flux de financements internationaux — pour les créanciers et pour les débiteurs — ne puissent pas se matérialiser pleinement. D'où la nécessité d'appliquer, au niveau des pays, de bons systèmes de gestion des risques et de maintenir la dette extérieure à des niveaux viables.

15.3 Le présent chapitre passe en revue des outils d'analyse de la viabilité tels que des scénarios à moyen terme et le rôle des indicateurs de la dette dans l'identification des problèmes de solvabilité et de liquidité. Cette présentation est précédée d'un bref examen de la solvabilité et de la liquidité dans le contexte de la viabilité.

Solvabilité

15.4 Dans une perspective nationale, la solvabilité peut être définie comme la capacité d'un pays à ac-

quitter ses obligations de manière continue. Il est relativement facile, mais peu utile, de définir la capacité de paiement théorique d'un pays : en théorie, si l'on suppose que la dette peut être reconduite (renouvelée) à l'échéance, les pays sont solvables si la valeur actualisée des paiements d'intérêts nets ne dépasse pas la valeur actualisée d'autres entrées au titre des transactions courantes (principalement des recettes d'exportation) nettes des importations². En pratique, les pays cessent d'assurer le service de leur dette bien avant de se trouver soumis à cette contrainte, au moment où le service de la dette leur apparaît comme trop coûteux au regard des objectifs économiques et sociaux du pays. Ainsi, la contrainte pertinente est généralement la volonté de payer plutôt que la capacité macroéconomique théorique à payer. Il n'est pas facile de déterminer qu'un pays est solvable et a la volonté de payer. La solvabilité est «très comparable à l'honnêteté : elle ne peut jamais être totalement vérifiée et les preuves sont longues à se matérialiser³.»

15.5 Pour analyser les problèmes de solvabilité, il est nécessaire de prendre en considération les différentes implications de la dette du secteur public et de celle du secteur privé. S'il y a un risque que le secteur public cesse de s'acquitter de ses engagements extérieurs, cela suffira en soi à réduire fortement les apports de financements à tous les secteurs économiques, étant donné que les gouvernements peuvent déclarer des moratoires sur le remboursement de la dette et imposer des restrictions de change. Un endettement extérieur important du secteur public peut compromettre l'engagement pris par le gouvernement de permettre le remboursement de la dette du secteur privé. D'autre part, si des défauts de paiement sur la dette privée interviennent sur une échelle importante, ils risquent aussi d'entraîner une forte réduction des apports financiers, qui

¹Ce chapitre s'inspire du document du FMI (2000b) intitulé «*Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*», Washington, 23 mars 2000, qui est disponible sur le site Internet du FMI (<http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm>), ainsi que de travaux réalisés à la Banque mondiale.

²S'agissant des importations, il convient de noter qu'elles sont endogènes et qu'elles peuvent faire l'objet d'une réduction qui peut être drastique.

³Calvo (1996), p. 208.

peut être suivie d'une intervention du gouvernement — sous forme de restrictions de change, d'un moratoire général sur la dette ou de sauvetage. Mais les problèmes d'emprunteurs individuels du secteur privé peuvent être limités aux créanciers concernés.

Liquidité

15.6 Des problèmes de liquidité — qui se posent quand une pénurie d'avoirs liquides affecte la capacité d'une économie à s'acquitter de ses engagements extérieurs immédiats — apparaissent presque inmanquablement dans des circonstances qui conduisent à l'insolvabilité ou au refus de payer. Mais un problème de liquidité peut aussi se poser indépendamment d'un problème de solvabilité, à la suite d'une ruée sur la liquidité d'un pays, qui se produit d'elle-même quand les créanciers perdent confiance et effectuent des transactions génératrices de tensions sur les réserves internationales de l'économie⁴. Des problèmes de liquidité peuvent être provoqués, par exemple, par une forte diminution des recettes d'exportation, ou une hausse des taux d'intérêt — étrangers ou nationaux⁵, ou des prix des importations. La composition de la dette en monnaies et taux d'intérêt, la structure de ses échéances et la disponibilité d'avoirs pour le paiement des dettes sont autant de déterminants importants de la vulnérabilité d'une économie aux crises de liquidité externes; ceux-ci sont examinés au chapitre suivant. Des dispositifs — tels que des «groupes» de créanciers — qui permettent de coordonner les actions engagées par les créanciers peuvent être utiles pour enrayer ou limiter les effets des crises de liquidité grâce au partage d'information et à la coordination des réponses.

Scénarios de dette à moyen terme

15.7 L'analyse de la viabilité de la dette extérieure est généralement effectuée dans le contexte de scénarios à moyen terme. Ces scénarios sont des évaluations chiffrées qui prennent en compte les anticipations concernant le comportement des variables économiques et d'autres facteurs pour déterminer les conditions dans lesquelles la dette et d'autres indicateurs se stabiliseraient à des niveaux raisonnables, les principaux risques pour l'économie et le besoin et les possibilités d'ajustement des politiques. Les incertitudes macro-

économiques, telles que les perspectives concernant les transactions courantes, et les incertitudes relatives à l'action des pouvoirs publics, par exemple dans le domaine de la politique de finances publiques, tendent à dominer les perspectives à moyen terme et sont une considération très importante dans les scénarios établis par le FMI pour les consultations au titre de l'article IV et dans l'élaboration de programmes d'ajustement appuyés par le FMI.

15.8 Le solde des transactions courantes est important du fait que si les déficits persistent, la position extérieure du pays peut devenir intolérable (ce que reflète une augmentation de la dette extérieure rapportée au PIB). Autrement dit, le financement de déficits des transactions courantes persistant à des niveaux élevés par l'émission d'instruments de dette conduira à un alourdissement de la charge de la dette, qui peut compromettre la solvabilité et créer une situation de vulnérabilité extérieure du point de vue de la liquidité, en raison de la nécessité de rembourser d'importants montants de la dette.

15.9 Un avantage des scénarios à moyen terme est que l'emprunt y est considéré dans le cadre macroéconomique global. Toutefois, ce type d'approche peut être très sensible aux projections relatives à des variables telles que la croissance économique, les taux d'intérêt et de change et, particulièrement, au comportement des flux de capitaux, qui peuvent être sujets à de brusques retournements⁶. Une gamme de scénarios différents peut être élaborée en conséquence. D'autre part, des tests ou essais sous contrainte — des scénarios retenant l'hypothèse d'un changement majeur d'une ou de plusieurs variables — peuvent être utiles pour analyser les principaux risques découlant de fluctuations de ces variables ou de variations d'autres hypothèses comprenant, par exemple, des variations des prix des importations ou exportations de pétrole. Les tests sous contrainte sont utiles pour l'analyse de la liquidité et donnent une base d'élaboration de stratégies visant à atténuer les risques identifiés, par exemple en étoffant le matelas de liquidités au moyen d'une augmentation des réserves internationales et/ou en établissant des lignes de crédit préventives avec des créanciers étrangers.

⁴Pour une discussion des crises qui se produisent d'elles-mêmes, voir Krugman and Obstfeld, 1994.

⁵Par exemple, quand les taux nationaux augmentent sous l'effet d'une dégradation perçue de la solvabilité de l'économie.

⁶Une analyse d'indicateurs clés, comme le solde des transactions courantes de la balance des paiements, les déficits budgétaires, etc., peut être particulièrement utile pour identifier la possibilité de retournement des flux de capitaux.

Ratios d'endettement

15.10 Les ratios d'endettement ont été conçus principalement pour aider à indiquer les risques potentiels liés à la dette et épauler ainsi une saine gestion de la dette. Les indicateurs de la dette dans les scénarios à moyen terme peuvent résumer utilement les tendances importantes. Comme il est expliqué précédemment, on les utilise dans le contexte de scénarios de la dette à moyen terme, de préférence dans une perspective dynamique, plutôt qu'en tant qu'observation unique. Il convient de considérer les ratios d'endettement conjointement avec les variables économiques et financières clés, en particulier les taux de croissance et d'intérêt attendus, qui déterminent leur évolution tendancielle dans les scénarios à moyen terme⁷. Un autre facteur essentiel à considérer est la mesure dans laquelle il existe un dispositif adéquat d'exécution des contrats, c'est-à-dire des droits des créanciers, procédures de faillite, etc., qui contribue à assurer que la dette privée est contractée sur des bases «saines». De manière plus générale, la structure des incitations qui préside aux opérations du secteur privé peut influencer sur la qualité des décisions en matière d'emprunts et de prêts; par exemple, selon qu'il y a ou non des incitations favorisant les financements à court terme ou en monnaies étrangères.

15.11 En conséquence, la définition à un niveau général des repères appropriés pour les ratios d'endettement pose des problèmes d'ordre conceptuel; autrement dit, le champ d'identification des zones cruciales pour les indicateurs de la dette est assez limité. Tandis qu'une analyse sur la durée, par rapport à d'autres variables macroéconomiques, pourrait aider à mettre au point un système d'alerte avancée annonçant un risque de crise de la dette ou de difficultés de service de la dette, il n'est pas d'une grande utilité de comparer la valeur absolue des ratios d'endettement global entre des pays hétérogènes. Par exemple, un ratio de la dette aux exportations élevé ou faible pour une année donnée peut être d'une utilité limitée en tant qu'indicateur de la vulnérabilité extérieure; c'est plutôt l'évolution de ce ratio dans la durée qui reflète les risques liés à la dette.

15.12 Pour des groupes de pays plus homogènes et pour la dette du secteur public, il y a davantage de possibilités d'identifier des zones dans lesquelles les indicateurs relatifs à la dette suggèrent que les ratios d'en-

dettement ou du service de la dette approchent des niveaux auxquels dans d'autres pays les paiements au titre du service de la dette ont été suspendus ou renégociés, ou qui ont amené les créanciers officiels à se demander si la charge de la dette est devenue insupportable. Par exemple, l'assistance dans le cadre de l'initiative PPTE est déterminée sur la base d'un objectif portant sur le ratio de la dette publique aux exportations (150 %), ou le ratio de la dette aux recettes budgétaires (250 %). Ces ratios reposent sur la valeur actualisée de la dette et seul un sous-ensemble de la dette extérieure est pris en considération, à savoir la dette publique et la dette garantie par l'État à moyen et à long terme⁸.

15.13 Plusieurs ratios d'endettement largement utilisés sont examinés plus loin de manière un peu plus détaillée. Le tableau 15.1 donne une liste plus exhaustive. En gros, il y a deux catégories d'indicateurs de la dette : ceux qui sont fondés sur les variables de flux, qui se rapportent par exemple aux exportations ou au PIB — on les appelle indicateurs de flux, car le numérateur ou le dénominateur, ou les deux, sont des variables de flux; et ceux qui sont fondés sur des variables d'encours, dont le numérateur et le dénominateur sont tous deux des variables d'encours.

Dette rapportée aux exportations et valeur actualisée de la dette rapportée aux exportations

15.14 Le ratio de la dette aux exportations est défini comme le ratio de l'encours total de la dette en fin d'année aux exportations de biens et services de l'économie pour toute année donnée. Ce ratio peut servir à mesurer la viabilité, étant donné qu'un ratio de la dette aux exportations qui augmente dans la durée, pour un taux d'intérêt donné, implique que la dette totale augmente plus vite que la source essentielle de revenu extérieur de l'économie, ce qui donne à penser que le pays pourrait avoir des difficultés à s'acquitter de ses obligations futures au titre de la dette.

15.15 Les indicateurs fondés sur le stock de la dette partagent les mêmes faiblesses. Premièrement, les pays qui recourent à l'emprunt extérieur pour financer des investissements productifs qui ont une longue période de gestation ont plus de chances d'avoir des ratios éle-

⁷Si le troc est important et que la dette est réglée en marchandises qui ne sont pas facilement commercialisables, l'interprétation des ratios d'endettement peut en être altérée, étant donné que le coût d'opportunité de cette forme de paiement est différent d'un engagement purement financier.

⁸Voir Andrews and others (1999); disponible sur le site Internet du FMI (<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=3448.0>). L'appendice V du présent *Guide* décrit l'initiative en faveur des PPTE et contient des informations sur les ratios d'endettement surveillés.

Tableau 15.1. Récapitulation des indicateurs de l'endettement

Indicateur	Évaluation/Utilité
Solvabilité	
Ratio des paiements d'intérêts/recettes d'exportation	Le ratio des paiements d'intérêts moyens aux recettes d'exportation indique les conditions de l'endettement extérieur et donc la charge de la dette
Dettes extérieures/exportations	Utile en tant qu'indicateur de tendance étroitement lié à la capacité de remboursement d'un pays
Dettes extérieures/PIB	Utile parce qu'il lie la dette à la base des ressources (ce qui peut potentiellement réorienter la production vers les produits d'exportation en vue d'accroître la capacité de remboursement)
Valeur actualisée de la dette/exportations	Indicateur clé de la viabilité par exemple dans les évaluations relatives aux PPTÉ comparant la charge de la dette avec la capacité de remboursement
Valeur actualisée de la dette/recettes budgétaires	Indicateur clé de la viabilité utilisé par exemple dans les évaluations relatives aux PPTÉ comparant la charge de la dette avec les ressources publiques disponibles pour le remboursement
Service de la dette/exportations	Indicateur hybride de la solvabilité et de la liquidité
Liquidité	
Réserves internationales/dette à court terme	Indicateur le plus important de l'adéquation des réserves dans les pays disposant d'un accès significatif mais incertain aux marchés de capitaux. Le ratio peut être calculé pour l'avenir afin d'évaluer la vulnérabilité future aux crises de liquidité
Dettes à court terme/encours total de la dette	Indique la part relative du financement à court terme. Permet, avec les indicateurs de la structure des échéances, de surveiller les risques relatifs aux remboursements futurs
Indicateurs du secteur public	
Service de la dette du secteur public/exportations	Indicateur utile de la volonté de payer et de transférer les risques
Dettes publiques/PIB ou recettes fiscales	Indicateur de la solvabilité du secteur public. Cet indicateur peut être défini pour la dette totale ou pour la dette extérieure
Échéance moyenne de la dette non concessionnelle	Mesure des échéances non biaisée par les modalités de remboursement à long terme de la dette concessionnelle
Dettes en monnaies étrangères/dette totale	Dettes en monnaies étrangères, y compris la dette indexée sur des monnaies étrangères. Indicateur de l'effet d'une variation du taux de change sur la dette
Indicateurs du secteur financier	
Position de change à découvert	Avoirs moins engagements en monnaies étrangères plus positions longues nettes en monnaies étrangères associées à des postes hors bilan. Indicateur du risque de change, mais normalement faible en raison des réglementations bancaires
Asymétrie des échéances en devises	Engagements en monnaies étrangères moins avoirs en monnaies étrangères en pourcentage de ces avoirs en monnaies étrangères à échéances données. Indicateur de la pression sur les réserves de la banque centrale en cas de perte d'accès du secteur financier aux financements en monnaies étrangères
Avoirs bruts en monnaies étrangères	Indicateur utile dans la mesure où des avoirs ne peuvent pas être utilisés pour compenser les retraits de liquidité
Indicateurs du secteur des entreprises	
Levier financier	Valeur nominale (comptable) de la dette par rapport aux fonds propres (actifs moins dette et passifs dérivés). Indicateur clé d'une structure financière saine. Un fort levier financier accentue la vulnérabilité face aux autres risques (par exemple faible rentabilité, ratio élevé de la dette à court terme à la dette totale)
Intérêts/cash flow	Total des paiements d'intérêts prévus/cash flow opérationnel (c'est-à-dire avant intérêts et impôts). Indicateur clé de cash flow pour la santé financière générale
Dettes à court terme/ensemble de la dette (dette totale et dette en monnaies étrangères uniquement)	Conjugué à l'endettement, indicateur de la vulnérabilité à une coupure temporaire des financements
Rendement des avoirs (avant impôts et intérêts)	Bénéfices avant impôts et paiements d'intérêts sur l'ensemble des avoirs. Indicateur de la rentabilité générale
Cash flow net en monnaies étrangères sur cash flow total	Cash flow net en monnaies étrangères : rentrées prévues en monnaies étrangères moins sorties prévues en monnaies étrangères. Indicateur clé des engagements en monnaies étrangères non couverts
Dettes nettes en monnaies étrangères/fonds propres	Dettes nettes en monnaies étrangères : différence entre les avoirs et les engagements au titre de la dette en monnaies étrangères; les fonds propres correspondent aux avoirs moins la dette et les engagements nets dérivés. Indicateur de l'effet sur le bilan des variations de taux de change

vés de la dette aux exportations. Mais quand les investissements commencent à produire des biens pouvant être exportés, le ratio de la dette aux exportations peut commencer à fléchir. Par conséquent, il se peut que pour ces pays le ratio de la dette aux exportations ne soit pas trop élevé dans une optique intertemporelle, même s'il peut être perçu comme important pour une année donnée. Il peut donc être justifié de fonder cet indicateur sur les exportations après la période moyenne de gestation, c'est-à-dire en retenant comme dénominateur les projections relatives aux exportations sur une ou plusieurs périodes ultérieures⁹. Plus généralement, cela fait aussi ressortir la nécessité de surveiller les indicateurs de la dette dans les scénarios à moyen terme pour compenser les limites des indicateurs donnant une information unique.

15.16 Deuxièmement, certains pays peuvent bénéficier de prêts à des conditions hautement concessionnelles, tandis que d'autres sont assujettis à des taux d'intérêt élevés. Pour ceux-ci, afin de mieux cerner le fardeau de la dette implicite — en termes de coût d'opportunité du capital —, il est utile de déclarer et d'analyser le taux d'intérêt moyen sur la dette ou de calculer la valeur actualisée de la dette en actualisant les projections relatives aux flux de paiements d'amortissement futurs, intérêts compris, avec un taux de référence neutre en termes de risques, lié à celui du marché. Comme il est indiqué plus haut, pour analyser la viabilité de la dette des PPTE, le FMI et la Banque mondiale utilisent une mesure de ce type de la valeur actualisée de la dette — notamment de la valeur actualisée de la dette aux exportations et de la dette aux recettes budgétaires (voir plus loin). On considère qu'un ratio élevé et en hausse de la valeur actualisée de la dette aux exportations est un signe que le pays est sur un sentier d'endettement intolérable.

Ratio de la dette au PIB et de la valeur actualisée de la dette au PIB

15.17 Le ratio de la dette au PIB est défini comme l'encours total de la dette extérieure en fin d'année rapporté au PIB annuel. Avec le PIB comme dénominateur, ce ratio peut donner une certaine indication du potentiel de service de la dette extérieure en réorientant l'affectation des ressources de la production de biens nationaux vers celle de biens d'exportation. En effet, un pays peut avoir

un ratio élevé de la dette aux exportations, mais un faible ratio de la dette au PIB si les biens exportables constituent une très faible proportion du PIB.

15.18 Tandis que le ratio de la dette au PIB est à l'abri des critiques concernant le biais lié aux exportations, qui portent principalement sur la composante variable de valeur ajoutée dans les exportations et la volatilité des prix des exportations, il peut être moins fiable en présence de sous-évaluations ou de surévaluations de la monnaie en termes réels, qui peuvent fausser sensiblement le dénominateur constitué par le PIB. D'autre part, comme dans le cas du ratio de la dette aux exportations, il est important de tenir compte du stade de développement du pays et du dosage de dette concessionnelle et de dette non concessionnelle.

15.19 Dans le contexte de ratios d'endettement, le numérateur pour le ratio de la valeur actualisée de la dette au PIB est aussi estimé à partir de projections des paiements futurs au titre du service de la dette actualisés sur la base de taux d'intérêt liés au marché (taux de référence neutre en terme de risque).

Ratio de la valeur actualisée de la dette aux recettes budgétaires

15.20 Le ratio de la valeur actualisée de la dette aux recettes budgétaires est défini comme les paiements futurs, d'après les projections, au titre du service de la dette actualisés en fonction de taux d'intérêt de marché (taux de référence neutre en terme de risque) rapportés aux recettes budgétaires annuelles. Ce ratio peut servir de mesure de la viabilité dans les économies relativement ouvertes dont la dette extérieure représente une lourde charge budgétaire. Dans ces circonstances, la capacité du gouvernement à mobiliser des recettes nationales est pertinente, et les ratios de la dette aux exportations ou au PIB n'en donnent pas la mesure. Une augmentation progressive de cet indicateur indique que le pays peut avoir des difficultés budgétaires à assurer le service de sa dette.

Ratio du service de la dette aux exportations¹⁰

15.21 Ce ratio est défini comme les paiements du principal et des intérêts au titre de la dette extérieure à long terme et à court terme rapportés aux exportations de biens

⁹Pour lisser les fluctuations singulières ou aberrantes des exportations, on utilise souvent des moyennes pluriannuelles, comme des moyennes sur trois ans dans les analyses de viabilité de la dette des PPTE.

¹⁰Outre les ratios de la dette totale aux exportations et de la dette totale au PIB, la publication annuelle de la Banque mondiale, *Global Development Finance*, donne ce ratio pour les différents pays.

et de services pour une année donnée. Le ratio du service de la dette aux exportations est un indicateur possible de la viabilité de la dette puisqu'il indique la part des recettes d'exportation du pays qui sera absorbée par le service de la dette et donc aussi la vulnérabilité des engagements et la mesure dans laquelle le paiement des engagements au titre du service de la dette est exposé au risque d'une baisse inattendue des recettes d'exportation. Ce ratio tend à mettre en évidence les pays dont la dette extérieure à court terme est significative. Un niveau tolérable est déterminé par le ratio de la dette aux exportations et les taux d'intérêt, ainsi que par la structure des échéances. Cette dernière peut affecter la solvabilité étant donné que plus le crédit à court terme constitue une large part de la dette extérieure, plus le flux annuel des obligations au titre du service de la dette est important et exposé aux risques.

15.22 En étant centré sur les paiements, le ratio du service de la dette aux exportations prend en compte le dosage de dette concessionnelle et non concessionnelle, tandis que son évolution à terme, en particulier dans les scénarios à moyen terme, peut donner des informations utiles sur les structures de remboursement en dents de scie. En outre, une version étroite du ratio du service de la dette, centrée sur le service de la dette publique et garantie par l'État, peut être un indicateur utile de la viabilité de la dette publique et du risque de transfert (le risque d'imposition de restrictions de change qui entraveraient le paiement des obligations) étant donné qu'elle peut donner une idée du coût politique du service de la dette¹¹.

15.23 Le ratio du service de la dette aux exportations présente certaines limites en tant que mesure de la vulnérabilité extérieure, outre la variabilité possible des paiements au titre du service de la dette et des recettes d'exportation d'une année sur l'autre. Premièrement, les paiements au titre de l'amortissement de la dette à court terme sont typiquement exclus du service de la dette¹², et la couverture des données du secteur privé peut souvent être limitée, soit parce que l'indicateur est centré intentionnellement sur le secteur public ou parce que des données sur le service de la dette privée ne sont pas disponibles.

¹¹Une version de cet indicateur, centrée sur la dette publique, est utilisée par exemple dans les travaux afférents à l'initiative PPTE.

¹²C'est l'approche suivie par la Banque mondiale dans *World Development Report* et *Global Development Finance*, et par le FMI dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Ont contribué à cette pratique l'absence de données et l'adoption du principe selon lequel la dette à court terme est principalement constituée par des crédits commerciaux facilement renouvelables. Comme l'expérience le montre, la validité du principe est dans certains cas remise en question.

15.24 Deuxièmement, de nombreuses économies ont libéralisé leur régime commercial et exportent maintenant une plus forte proportion de leur production vers le reste du monde. Mais en même temps, elles importent davantage et la teneur des exportations en produits importés est plus forte. Un ratio du service de la dette aux exportations qui n'est pas corrigé en fonction de la teneur des exportations en importations est faussé en baisse pour les économies dont la propension à exporter est forte¹³; cet argument s'applique de la même façon au ratio de la dette aux exportations.

15.25 Enfin, le concept couvre à la fois l'aspect liquidité et l'aspect solvabilité, ce qui peut rendre l'analyse moins facile que dans le cas des grandeurs qui expriment uniquement la solvabilité (comme le ratio des paiements d'intérêts aux exportations) ou la liquidité (le ratio des réserves à la dette à court terme).

Ratio des réserves internationales à la dette à court terme

15.26 Ce ratio est un indicateur exclusif de la liquidité qui est défini comme le stock de réserves internationales à la disposition des autorités monétaires rapporté au stock de la dette à court terme sur la base des échéances restantes. Il pourrait constituer un indicateur particulièrement utile de l'adéquation des réserves, en particulier pour les pays qui ont un accès important, mais pas totalement assuré aux marchés internationaux de capitaux¹⁴.

15.27 Le ratio indique si les réserves internationales dépasseront l'amortissement prévu de la dette extérieure à court, à moyen et à long terme au cours de l'année à venir, c'est-à-dire la mesure dans laquelle l'économie est capable de satisfaire la totalité de ses obligations envers les non-résidents avec ses propres réserves internationales pour l'année à venir. Il indique dans quel délai un pays devrait s'ajuster s'il perdait son accès à l'emprunt extérieur, par exemple en raison d'une évolution défavorable sur les marchés de capitaux internationaux. Dans ce ratio, la dette à court terme couvre tous les paiements d'amortissement prévus au titre de la dette privée et publique envers des non-résidents, quels que soient l'instrument ou la monnaie de libellé. On peut calculer un ratio

¹³Kiguel (1999) donne d'autres raisons pour lesquelles le service de la dette rapporté aux exportations n'est peut-être pas l'indicateur le plus fiable de la vulnérabilité externe d'un pays soumis à des circonstances spéciales.

¹⁴Le tableau 7.11 sur la dette nette au chapitre 7 fait ressortir l'importance potentielle des avoirs extérieurs des autres résidents pour la dette.

analogue centré sur la dette en monnaies étrangères (et celle du secteur bancaire) uniquement. Un tel ratio peut être particulièrement pertinent pour les économies qui ont des marchés de capitaux très ouverts et dont la dette du secteur public en monnaies étrangères est importante.

15.28 Il est intéressant de noter que, dans la plupart des modèles théoriques, la structure des échéances de la dette publique n'est pas pertinente du fait qu'on suppose que les marchés sont parfaits¹⁵. Mais les marchés sont rarement parfaits, même dans les pays développés; et comme plusieurs crises monétaires dans des pays en développement ou à marchés émergents l'ont montré, le risque associé à une accumulation excessive du stock de la dette par rapport aux réserves internationales peut être très sérieux, même dans les pays généralement considérés comme solvables. On en a tiré la conclusion que les pays dont la dette à court terme est excessivement importante par rapport à leurs réserves internationales sont davantage sujets aux crises de liquidité¹⁶.

¹⁵Voir Lucas and Stokey (1983), Calvo and Guidotti (1992).

¹⁶Voir Berg and others (1999), Bussière and Mulder (1999), Furman and Stiglitz (1998).

15.29 Cependant, il faut tenir compte de plusieurs facteurs pour interpréter le ratio de la dette à court terme aux réserves internationales. Premièrement, un stock important de dette à court terme par rapport aux réserves internationales ne mène pas forcément à la crise. Beaucoup d'économies avancées ont des ratios de dette à court terme aux réserves internationales plus élevés que de nombreuses économies émergentes qui se sont montrées sujettes aux crises financières. Des facteurs tels qu'une structure des incitations propice à une saine gestion des risques et des antécédents de bonne exécution des contrats peuvent aider à établir la crédibilité et expliquent peut-être la différence. En outre, les fondamentaux macroéconomiques, en particulier le déficit des transactions courantes et le taux de change réel jouent un rôle important. Il convient aussi de considérer le régime de taux de change. Par exemple, un régime de change flexible peut réduire la probabilité de crise et son coût. Enfin, le ratio repose sur l'hypothèse que des réserves internationales quantifiées sont de fait disponibles et peuvent servir à honorer les obligations extérieures; cela n'a pas toujours été le cas dans le passé.

16. Analyse de la dette extérieure : considérations supplémentaires

Introduction

16.1 Les ratios d'endettement du type de ceux qui ont été présentés au chapitre précédent portent principalement sur le total de la dette extérieure et de son service et sur la capacité de faire face aux engagements arrivant à échéance dans l'ensemble d'une économie. Cependant, lorsqu'on détermine la vulnérabilité de l'économie au risque d'insolvabilité et d'illiquidité résultant de l'endettement extérieur, il peut être nécessaire d'examiner plus en détail la composition de l'endettement extérieur et les activités qui s'y rapportent. Dans ce chapitre sera examinée l'utilité de données supplémentaires sur la composition de la dette extérieure, des recettes extérieures, des avoirs extérieurs, des dérivés financiers et sur les créanciers de l'économie, et l'analyse s'appuiera plus particulièrement sur les séries de données présentées dans le *Guide*. Cependant, ce chapitre ne prétend pas traiter de l'ensemble de la question.

Composition de la dette extérieure

16.2 Cette section traite de l'utilité pour l'analyse de la dette des différentes séries de données présentées dans le *Guide* et s'intéresse en particulier aux questions suivantes :

- Qui emprunte?
- Quelle est la décomposition de la dette en catégories fonctionnelles?
- Quels types d'instruments sont utilisés pour emprunter?
- Quelle est l'échéance de la dette?
- Quelle est la décomposition par devises de la dette?
- La dette est-elle concentrée sur tel ou tel secteur économique?
- Quel est l'échéancier du service de la dette?

16.3 Traditionnellement, l'analyse de la dette met l'accent sur l'emprunt du secteur officiel, l'emprunt aux banques ou à des sources officielles n'étant pas un

des moindres. Mais on a constaté dans les années 90 une expansion prodigieuse de l'emprunt du secteur privé sur les marchés de capitaux, avec des conséquences significatives pour l'analyse de la dette, dont la nécessité de rassembler et d'exploiter des données sur la dette extérieure par **secteurs emprunteurs**.

16.4 Si le **secteur public** risque de cesser de s'acquitter de ses engagements extérieurs, il en résultera vraisemblablement une forte compression des apports financiers à l'ensemble de l'économie, en partie du fait qu'il en résulte aussi des doutes sérieux sur la volonté gouvernementale d'assurer une situation économique permettant le remboursement de la dette du secteur privé. Par conséquent, les informations sur le total de la dette extérieure du secteur public, et sur sa dette extérieure à court terme, sont importantes. En particulier, en l'absence d'un contrôle des mouvements de capitaux ou de marchés captifs, les informations sur la dette nationale à court terme des administrations publiques sont importantes, car si la position financière du secteur public est jugée précaire, des fuites de capitaux et des ponctions sur les réserves internationales peuvent s'ensuivre.

16.5 Aussi, outre ses propres politiques en matière d'emprunt, il appartient à l'État de veiller à créer ou à maintenir des conditions propices à une saine gestion du risque dans d'autres secteurs, par exemple en évitant des politiques qui favorisent l'emprunt à court terme en monnaies étrangères.

16.6 La majeure partie du secteur financier, et en particulier les **banques**, recourt fortement, de par sa nature, au levier financier : la plupart de ses avoirs sont financés par l'endettement. Les banques peuvent s'engager envers des non-résidents par l'intermédiaire de dépôts et de prêts interbancaires à court terme. Ces positions peuvent s'accumuler rapidement et, en fonction également de la nature des dépôts et des dépôts, elles peuvent s'épuiser rapidement aussi. La

qualité de l'intermédiation financière de ces fonds par les banques influe sur leur aptitude à faire face à de considérables retraits. En fait, d'une manière plus générale, les renseignements sur la composition des avoirs et des engagements sont importants pour les banques (et les **sociétés financières non bancaires**), en particulier les informations sur la structure des échéances et les mauvais appariements des échéances («mismatches») d'échéances, y compris en monnaies étrangères, car elles aident à connaître la vulnérabilité des banques à de tels retraits et leur sensibilité à l'évolution des taux de change et d'intérêt¹.

16.7 Comme on l'a vu au chapitre 15, les défauts de paiement de grande envergure des **sociétés non financières** qui empruntent à l'étranger peuvent, en fonction de leur impact sur l'économie, se traduire par une intervention financière coûteuse de l'État par un impact sur le risque de crédit du secteur financier et par un affaiblissement potentiel des prix des actifs dans l'économie. En tout état de cause, les fonds nécessaires aux sociétés pour assurer le service de la dette se répercutent sur la liquidité de l'économie. Comme dans le cas des banques, la réglementation et la structure des incitations dans le cadre desquelles fonctionne le secteur des sociétés ont un rôle important. Par exemple, un emprunt en monnaies étrangères, en particulier à court terme, trop élevé par rapport aux couvertures et aux avoirs en monnaies étrangères (qu'il s'agisse de couvertures spontanées sous forme d'apports de liquidité en monnaies étrangères ou par l'intermédiaire de produits dérivés tels que les futurs) expose le secteur des sociétés à des problèmes de liquidité si le taux de change varie fortement. Si l'emprunt en monnaies étrangères est trop élevé par rapport aux avoirs en monnaies étrangères, les sociétés pourraient connaître des problèmes d'insolvabilité en cas de dépréciation de la monnaie nationale. Les faillites de société qui suivraient une forte dépréciation risquent de réduire les flux de financement extérieur et de déprimer l'activité nationale, en particulier si le res-

pect des contrats est faible ou si les voies de règlement ne suffisent pas.

16.8 L'existence de **garanties** peut influencer sur le comportement économique. Dans tous les cas, l'État accorde des garanties implicites ou explicites, telles que l'assurance des dépôts et parfois il garantit aussi l'emprunt à l'extérieur du secteur privé (ce dernier est appelé dans le *Guide dette du secteur privé garantie par le secteur public*). En outre, les sociétés du pays recourent parfois à des entreprises off-shore pour emprunter, et leur fournissent des garanties, ou font garantir les paiements de dette par des banques nationales. De même, les sociétés étrangères peuvent garantir une partie de la dette nationale. Dans la mesure du possible, les garanties directes et explicites doivent être surveillées, car elles ont un effet sur l'évaluation des risques.

16.9 La **classification fonctionnelle des instruments de dette** est un concept de la balance des paiements, qui regroupe les instruments en quatre catégories : investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés et autres investissements. Les investissements directs interviennent entre un investisseur d'un pays et une entreprise d'un autre pays qui lui est affiliée; ils expriment généralement une relation de long terme. Les crises récentes ont eu tendance à renforcer l'opinion selon laquelle cette catégorie d'investissement est moins exposée aux crises que les autres catégories². Par définition, les investissements de portefeuille comprennent les instruments de dette négociables et les autres investissements, toujours par définition, comprennent tous les autres instruments de dette. La place des produits financiers dérivés dans l'analyse de la dette extérieure sera évoquée plus loin.

16.10 La nature de l'**instrument** que le débiteur émettra dépend de ce que les créanciers sont disposés à acheter aussi bien que des propres préférences du débiteur. L'endettement sous forme d'emprunts a pour effet de concentrer sur les banques l'émission

¹Les banques sont exposées au risque d'effet pervers (ou aléa moral) en raison de l'existence de garanties explicites ou implicites des dépôts et des dispositions limitant la responsabilité. Le risque d'aléa moral résulte des régimes d'assurance des dépôts : la «protection» contre les pertes ainsi accordée à une partie de leur base de dépôts peut inciter les banques à détenir des portefeuilles comportant davantage de risque, mais offrant la possibilité de rendements plus élevés qu'ils ne le seraient autrement. La surveillance des risques pris par les banques est au cœur du contrôle bancaire, mais cette question sort du champ du *Guide*.

²Cependant, les entreprises d'investissement direct exercent parfois des pressions supplémentaires sur le taux de change pendant une crise du fait de la couverture des avoirs en monnaie nationale. En outre, au lieu de réinvestir les bénéfices, les investisseurs les rapatrient parfois, ce qui accroît effectivement la partie de leurs investissements qui est financée (par la dette) dans le pays.

de dettes, alors qu'il est probable que les titres seront détenus par une plus grande variété d'investisseurs. Les crédits commerciaux sont normalement à court terme. L'émission d'actions n'est pas assimilée à des instruments de dette, mais les dividendes déclarés sont inclus dans le service de la dette et il reste donc nécessaire de surveiller l'activité relative à ces instruments. Pour le moins, les ventes soudaines d'actions par des non-résidents ou des résidents peuvent avoir des répercussions importantes sur une économie et sur sa capacité à emprunter et à assurer le service de la dette³.

16.11 La **ventilation par échéances** de la dette est importante, car elle peut exercer un effet marqué sur la liquidité. On estime que si un pourcentage élevé de la dette extérieure est à court terme, une économie devient particulièrement vulnérable à des retournements imprévus de la conjoncture financière⁴. Par exemple, une économie dont la dette extérieure à court terme est élevée risque d'être vulnérable à un retournement soudain du sentiment des investisseurs. Les lignes de crédit interbancaire sont particulièrement sensibles aux variations de l'évaluation des risques, et les signes précurseurs d'une modification de l'opinion des investisseurs sur l'économie peuvent être détectés si l'on surveille le taux de refinancement (ou taux de renouvellement)⁵.

16.12 L'analyse de la dette à court terme doit établir une distinction entre la dette sur la base de l'échéance initiale — c'est-à-dire la dette émise avec une échéance maximale de un an — et sur la base de l'échéance restante — obligations arrivant à échéance dans un an au maximum. Les données sur la base de l'**échéance initiale** informent sur les conditions habituelles et la structure de la dette, et le suivi des modifications de ces conditions permet d'obtenir des renseignements utiles sur les préférences des créanciers et sur la ventilation sectorielle des débiteurs. Les données sur l'échéance **restant à**

courir (ou échéance résiduelle) donnent aux analystes et aux responsables économiques des informations sur les obligations de remboursement, c'est-à-dire sur la structure de la liquidité. Les responsables économiques qui veulent assurer une liquidité suffisante — exprimée par un ratio approprié réserves internationales/dette à court terme — doivent éviter la concentration dans le temps des paiements au titre de la dette.

16.13 Le débiteur s'intéressera à la **valeur nominale** de sa dette car, à tout moment, c'est le montant qu'il doit au créancier. En outre, le débiteur serait bien avisé de suivre la **valeur de marché** de sa dette. Cette dernière, et les écarts de taux d'intérêt des instruments «sans risque», donnent une indication à l'emprunteur du sentiment du marché sur son aptitude à faire face à ses échéances, ainsi que du sentiment actuel du marché à son égard⁶. Ces informations sont importantes, car elles peuvent influencer sur les projets d'emprunt futur : elles indiquent s'il est avantageux d'emprunter à nouveau tant que les conditions semblent favorables, ou si de premiers signes indiquent que les coûts d'emprunt pourraient augmenter, ou même que le pays pourrait connaître des difficultés de refinancement. Cependant, s'agissant des pays dont la dette est évaluée à un très faible montant et/ou est négociée sur des marchés à faible liquidité, un retournement soudain du sentiment peut provoquer une modification très vive de la valeur de marché de sa dette extérieure, mais cette évolution peut, elle aussi, s'inverser brusquement. Étant donné qu'elles ne seraient pas influencées par de tels revirements, les informations sur la valeur nominale de la dette extérieure auraient une utilité analytique particulièrement grande en pareil cas.

16.14 La **ventilation par monnaies** de la dette extérieure est, elle aussi, importante : une dette extérieure payable en monnaie nationale est une chose, une dette extérieure payable en devises en est une autre. En cas de brusque dépréciation de la monnaie nationale, la dette extérieure en devises (y compris la dette liée à une monnaie étrangère) peut exercer des effets de richesse et de liquidité importants sur l'économie. Par exemple, si la dette publique est payable en devises, une dévaluation de la monnaie

³Lorsqu'on analyse les transactions sur titres, aussi bien sous forme d'émission de dettes que d'actions, les variations des prix, plutôt que celles des volumes, peuvent équilibrer le marché.

⁴Les données rassemblées sur l'échéance moyenne peuvent dissimuler d'importantes différences dans la répartition sectorielle de la dette et dans la dispersion des échéances. Cependant, les données sur l'échéance moyenne par secteurs et par instruments de dette peuvent attirer l'attention des responsables économiques et des participants aux marchés sur les aspects de la structure des échéances qui pourraient être à l'origine de difficultés.

⁵Ce type de suivi sera discuté plus en détail dans le chapitre 7, encadré 7.1.

⁶De plus en plus, les informations tirées des dérivés de crédit, tels que les swaps de risques de défaut de paiement et les options sur marges, aident aussi à connaître l'idée que se fait le marché de la cote de crédit d'une entité.

nationale risque d'aggraver la situation financière du secteur public, ce qui incite l'État à chercher à éviter un ajustement de taux de change pourtant nécessaire. Les informations sur la décomposition en monnaies de la dette considérée secteur par secteur, y compris les créances en devises des résidents et des non-résidents, sont particulièrement utiles, car l'effet de richesse dépend aussi des relations de change entre résidents.

16.15 Mais toute analyse de la ventilation par devises de la dette extérieure doit aussi tenir compte du volume et de la composition des avoirs en devises, ainsi que des revenus, de même que de l'encours de dérivés financiers liés à une monnaie étrangère. Ces derniers instruments peuvent servir à modifier l'exposition de la devise vers la monnaie nationale, ou vers une devise différente.

16.16 La **ventilation par taux d'intérêt** de la dette extérieure, aussi bien la dette à court terme qu'à long terme, peut avoir, elle aussi, des conséquences significatives. Une forte hausse des taux d'intérêt à court terme, du genre de celles qui avaient été observées au début des années 80, peut avoir de grandes conséquences pour le coût réel de la dette, en particulier si elle est assortie pour l'essentiel d'un taux d'intérêt lié à un taux flottant tel que le LIBOR. Comme pour la position en devises, il est nécessaire de tenir compte des encours de dérivés financiers, car ils peuvent modifier sensiblement la ventilation par taux d'intérêt effectif de la dette. Ainsi, les dérivés financiers reposant sur des taux d'intérêt peuvent être utilisés pour convertir des engagements à taux variable en engagements à taux fixe, et vice versa. Le rôle des dérivés financiers dans l'analyse de la dette extérieure sera examiné en détail plus loin.

16.17 La **concentration par secteur économique** de la dette doit être aussi surveillée. Si la dette se concentre sur un ou plusieurs secteurs donnés, des chocs économiques, tels qu'une baisse de la demande mondiale de certains produits, peuvent accroître le risque de perturbations des paiements du service de la dette de cette économie⁷.

⁷Le *Guide* ne donne pas explicitement de recommandations pour la mesure de la ventilation par secteur économique de la dette extérieure, mais les données peuvent être établies au moyen des concepts présentés dans le *Guide* ainsi que de la Classification internationale type par industrie (SCN 1993, p. 649–51) pour la classification «sectorielle».

16.18 En ce qui concerne le suivi du **service de la dette**, les montants à payer comptent plus que la valeur de marché de la dette. Le service de la dette vise à satisfaire à la fois aux engagements arrivant à échéance — c'est-à-dire, le paiement des intérêts et le remboursement du principal — et au paiement final du principal à l'échéance. Cependant, il est fort improbable que le calendrier du service de la dette soit connu de manière certaine à un moment donné. Les estimations des montants à payer peuvent varier au fil du temps du fait des variations des taux d'intérêt et des taux de change, et les dates de remboursement de dette qui comportent des options d'achat ou de vente intégrées, lesquelles peuvent jouer dans certaines conditions, ajoutent encore à l'incertitude. Aussi, lorsqu'on présente les données relatives au calendrier du service de la dette, il faut veiller à ce que les hypothèses utilisées pour estimer les paiements futurs sur la dette extérieure soient exposées de manière transparente avec les données.

16.19 L'un des signes indiquant qu'une économie commence à avoir des difficultés de service de la dette extérieure est la tendance du niveau des **arriérés** à augmenter aussi bien par rapport à l'endettement extérieur qu'au montant du service de la dette arrivant à échéance. En pareil cas, des données détaillées classées par secteurs institutionnels et par types d'instrument peuvent aider à identifier les causes des difficultés.

Le rôle des recettes

16.20 Lorsqu'on analyse la dette, la tendance future des recettes est manifestement pertinente, car elle a un effet sur l'aptitude du débiteur à assurer le service de sa dette. Traditionnellement, l'accent a été mis sur les **recettes tirées des exportations de biens et de services**. Dans quelle mesure la dette, ou son service, sont-ils «couverts» par le produit des exportations de biens et de services? La diversification des produits et des marchés a un effet positif, car elle limite l'exposition aux chocs, donc la possibilité pour l'ensemble du secteur privé de connaître des difficultés, et pour le secteur public de perdre des recettes, ce qui affecterait sa capacité de payer. La décomposition en monnaies des recettes d'exportation peut être, elle aussi, pertinente.

16.21 Si le fait d'être disposé à payer détermine dans une mesure importante le respect des obligations au titre du service de la dette, le **recours à**

l'emprunt extérieur influence les recettes sur lesquelles ces paiements seront financés⁸. Si la dette est utilisée pour financer des activités improductives, les recettes futures risquent davantage de tomber en dessous des niveaux qu'exige le service de la dette. La question qui se pose n'est pas tant l'utilisation précise des capitaux empruntés, mais l'efficacité de l'investissement total dans l'économie, telle qu'elle ressort des indicateurs portant sur l'ensemble de l'économie, comme les taux de croissance de la production et des exportations et la productivité totale des facteurs — toutes séries de données qui peuvent être tirées de la comptabilité nationale. D'un autre point de vue, si une économie n'est pas disposée à assurer le service de sa dette, et qu'un défaut de paiement se produit, le niveau de la production risque de baisser, car l'économie n'a plus accès aux marchés internationaux de capitaux.

Le rôle des avoirs

16.22 Comme on l'a vu plus haut, l'encours de la dette extérieure doit être considéré dans le contexte des avoirs extérieurs, car ces derniers aident à acquitter le service de la dette — les actifs génèrent des revenus et peuvent être vendus pour faire face aux besoins en liquidités. Dans la PEG, la différence entre les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs est la position des avoirs (ou des engagements) nets de l'économie considérée.

16.23 Quelle que soit l'économie considérée, les **avoirs de réserve internationaux** se composent, par définition, des avoirs extérieurs dont les autorités monétaires ont le contrôle et dont elles peuvent aisément disposer, notamment afin de financer directement les déséquilibres de paiement et de réguler indirectement l'ampleur de ces équilibres en intervenant sur les marchés des changes pour peser sur le taux de change. En raison de ce rôle, le Conseil d'administration du FMI, s'appuyant sur les travaux de l'institution et du Comité sur les systèmes finan-

ciers mondiaux du Groupe des dix banques centrales, a renforcé la norme spéciale de diffusion des données en ce qui concerne les réserves internationales et la liquidité en monnaies étrangères. Le formulaire-type des réserves internationales et de la liquidité en monnaies étrangères qui a été établi permet de présenter les réserves internationales avec beaucoup plus de transparence qu'auparavant⁹.

16.24 Cependant, à mesure que les entités privées d'une économie développent leur participation aux marchés internationaux, il est probable qu'elles acquerront davantage d'avoirs, ainsi que d'engagements extérieurs. La diversité des avoirs extérieurs du secteur privé donne à penser qu'ils sont différents dans leur nature des avoirs de réserve. Ainsi, les avoirs extérieurs du secteur privé ne sont pas nécessairement répartis entre les secteurs et les entreprises d'une manière telle qu'ils puissent être utilisés pour satisfaire les besoins de liquidité du secteur privé. Mais la présence de ces avoirs doit être prise en compte dans chaque analyse nationale de l'encours de la dette extérieure. Une méthode consiste à présenter la dette extérieure nette de chaque secteur institutionnel, ce qui revient à comparer l'affectation et la concentration institutionnelle des avoirs extérieurs sous forme d'instruments de dette avec celles de la dette extérieure (voir chapitre 7).

16.25 Cependant, lorsqu'on compare les avoirs à la dette, on doit aussi prendre en considération leur liquidité et leur qualité, le risque qu'ils présentent et leur décomposition par fonctions et par instruments.

16.26 Surtout, les avoirs devraient pouvoir générer des recettes et/ou présenter une liquidité telle qu'ils puissent être vendus au besoin. La **décomposition fonctionnelle des avoirs** donne des informations importantes à cet égard. Par exemple, les avoirs d'investissement direct génèrent parfois des recettes mais sont souvent moins liquides, en particulier s'ils prennent la forme d'investissements, non négociables et détenus en pleine propriété, dans des sociétés ou des filiales. Généralement, les avoirs d'investissement direct sont soit illiquides à court terme — par exemple comme les installations et les équipements — ou, s'ils peuvent être négociés, l'investisseur direct doit prendre en compte les conséquences pour les entreprises d'investissement

⁸Dragoslav Avramovic, et autres (1964, page 67), relèvent que si «le ratio du service de la dette est effectivement un moyen commode de juger du crédit à court terme, c'est-à-dire de déterminer si une crise de liquidité risque d'entraîner un défaut de paiement, le seul facteur important dans une optique à long terme est le taux d'accroissement de la production». De fait, les emprunteurs et les prêteurs ont tout à gagner à ce que la production et l'épargne soient maximisées, car ce sont les seules sources qui permettront d'assurer le service de la dette.»

⁹Voir Kester (2001).

direct du retrait des avoirs. Ce dernier tendra à neutraliser toute pression à la vente. Cependant, certains avoirs d'investissement direct peuvent être plus proches des investissements de portefeuille et relativement négociables, comme c'est le cas des prises de participations non majoritaires dans des sociétés de pays dont les marchés des actions sont très profonds.

16.27 Les investissements de portefeuille sont par définition négociables. Les investissements, tels que les prêts et les crédits commerciaux, génèrent des recettes qui sont parfois moins liquides que les investissements de portefeuille, mais les échéances de ces instruments peuvent être importantes, car les avoirs à court terme peuvent être réalisés rapidement. On notera qu'il est de plus en plus possible de «fondre» les emprunts en un seul instrument et de les négocier. Il est parfois difficile de supprimer les crédits commerciaux sans compromettre les recettes d'exportation, qui sont une ressource très importante en périodes de tensions financières extérieures.

16.28 Lorsqu'on évalue les avoirs dans le cadre d'une analyse de la dette, la **qualité des avoirs** est un facteur essentiel. En principe, cette qualité se reflète dans le prix des avoirs. Une certaine connaissance des émetteurs et de leur pays de résidence permet parfois de mieux appréhender la qualité des actifs et la possibilité d'en disposer en période de crise; cette possibilité est souvent liée à la situation géographique ou à la nature du pays. L'information sur la dispersion géographique des avoirs peut aider à déterminer la vulnérabilité de l'économie nationale aux difficultés financières d'autres économies.

16.29 La **décomposition par monnaies** des avoirs, ainsi que celle des instruments de dette, donne une idée de l'impact qu'exercent sur l'économie les variations des divers taux de change, et fournit en particulier des renseignements sur l'effet de richesse de variations de taux de change croisés (telles que les variations du taux dollar-yen dans les pays de la zone euro). Les statistiques bancaires internationales de la BRI (voir chapitre suivant) et l'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille réalisée par le FMI (voir chapitre 13), pour le moins, encouragent la collecte de données sur le pays de résidence du débiteur non résident et sur la décomposition par monnaies des avoirs.

Pertinence des dérivés financiers et des mises ou prises en pension

16.30 Le développement des marchés de dérivés financiers a des conséquences pour la gestion et l'analyse de la dette. Ces produits sont utilisés à un certain nombre de fins, dont la gestion des risques, les opérations de couverture, l'arbitrage entre marchés et la spéculation.

16.31 Du point de vue de la gestion des risques résultant des instruments de dette, les **dérivés** peuvent être à la fois meilleur marché et plus efficaces que d'autres outils, car ils peuvent être utilisés pour «se défaire» du risque précis à gérer. Par exemple, un emprunt en monnaies étrangères peut être couvert au moyen d'un dérivé lié à une monnaie étrangère, ce qui permet d'éliminer tout ou partie du risque de change. Par conséquent, l'ensemble des informations sur l'encours notionnel de dérivés en monnaies étrangères est important dans la détermination des effets de richesse et de liquidité de l'évolution des taux de change. De même, les incertitudes en matière de liquidité qu'implique l'emprunt à taux d'intérêt variable peuvent être réduites par conversion en paiements «à taux fixe» au moyen d'un swap de taux d'intérêt¹⁰. Dans ces deux cas, le contrat de dérivé accroîtra le risque de crédit de contrepartie de l'emprunteur, mais facilitera dans la pratique une bonne gestion du risque.

16.32 Les dérivés sont aussi utilisés pour se livrer à des opérations de spéculation et d'arbitrage¹¹. Ils permettent d'effectuer des transactions avec effet de levier : en avançant initialement un montant relativement limité de fonds, on peut obtenir une exposition importante au risque, et les différences dans le prix implicite du risque de divers instruments émis par le même émetteur, ou des émetteurs très proches, peuvent être arbitrées¹². Cependant, s'ils sont utilisés à mauvais escient,

¹⁰Il est possible que le risque ne soit pas entièrement éliminé si, au moment où le taux flottant est refixé, la prime de risque de crédit de l'emprunteur se modifie. Le swap de taux d'intérêt éliminera le risque de variation du taux d'intérêt du marché.

¹¹Les activités de spéculation et d'arbitrage peuvent contribuer à accroître la liquidité des marchés et à faciliter les opérations de couverture. En outre, lorsqu'ils sont utilisés à des fins d'arbitrage, les dérivés peuvent réduire tout différentiel de prix inefficent entre marchés et/ou instruments.

¹²Le levier financier est le fait de bénéficier pleinement de la détention d'une position sur un avoir sans être obligé de financer l'achat sur ses propres fonds. Les investisseurs internationaux peuvent utiliser les dérivés financiers pour exercer l'effet de levier financier sur les investissements, comme dans le cas des prises et mises en pension.

les dérivés financiers peuvent provoquer des pertes significatives et par conséquent aggraver la vulnérabilité d'une économie. Ils peuvent aussi servir à contourner la réglementation, ce qui soumet les marchés à des pressions imprévues. Ainsi, les institutions étrangères peuvent se soustraire à l'interdiction de détenir des titres au moyen d'un swap de rendement total¹³.

16.33 En fonction de l'évolution des prix des avoirs sous-jacents, les encours de dérivés peuvent devenir très précieux ou très coûteux. La valeur des positions est exprimée par leur valeur de marché. Pour toutes les raisons qui viennent d'être indiquées, on s'intéresse aux valeurs de marché, aux avoirs et aux engagements bruts et aux valeurs notionnelles (ou valeurs nominales) des encours de dérivés financiers¹⁴.

16.34 Des dispositions augmentant ou réduisant le risque, qui sont analogues aux dérivés financiers, peuvent être aussi intégrées à d'autres instruments, tels que les obligations et autres titres d'emprunt. Les obligations structurées sont un exemple de ces instruments renforcés, qui peuvent, par exemple, être émis en dollars EU, leur valeur de remboursement dépendant d'un multiple du cours du peso mexicain en dollars EU. Les emprunteurs peuvent aussi inclure dans le contrat obligataire une option de remboursement anticipé au gré du porteur, ce qui peut réduire le taux du coupon, mais accroître la probabilité d'un remboursement anticipé de l'obligation, même et surtout si l'emprunteur connaît des difficultés. En outre, des titres obligataires liés au crédit peuvent comporter un dérivé de crédit, qui lie les paiements d'intérêts et le remboursement du capital à la cote de crédit d'un autre emprunteur. L'inclusion de ces dérivés peut permettre à l'emprunteur de bénéficier de meilleures conditions, mais cet avantage a pour contrepartie une prise de risque supplémentaire. L'incertitude des conditions de remboursement et/ou du calendrier de remboursement est l'une des conséquences, aussi les informations sur ces émissions d'obligations structurées présentent un intérêt analytique.

¹³Le swap de rendement total est un dérivé de crédit qui consiste à échanger le rendement total d'un instrument financier contre un taux d'intérêt garanti, tel que le taux du marché interbancaire, auquel s'ajoute une marge.

¹⁴Si le *Guide* ne donne des informations explicites que sur la valeur notionnelle (ou valeur nominale) des dérivés financiers liés à une monnaie étrangère et à un taux d'intérêt, des renseignements sur la valeur notionnelle des dérivés financiers, pour toutes les catégories de risque, considérées individuellement ou globalement, peuvent présenter une valeur analytique.

16.35 Les **accords de rachat de titres** (prises ou mises en pension) facilitent aussi l'arbitrage et la gestion du risque. Ils permettent aux investisseurs d'acheter un instrument financier puis de financer dans une grande mesure l'achat en revendant le titre dans le même cadre. Du fait qu'ils revendent le titre dans ce cadre, les investisseurs restent exposés aux variations de son prix, mais la sortie de fonds nécessaire est limitée. Dans cet exemple, l'investisseur prend une position créditrice (ou position à couvert ou «longue»). En revanche, par l'intermédiaire d'un **prêt sur titre**, le spéculateur ou l'arbitragiste peut prendre une position débitrice (ou position à découvert ou «courte») sur un instrument en vendant un titre qu'il ne possède pas puis en couvrant ses besoins de règlement en empruntant le titre (prêt sur titre) à un autre investisseur.

16.36 Si, en période normale, toutes ces activités accroissent la liquidité du marché et permettent des prises de position efficaces, l'instabilité peut s'accroître si le sentiment du marché change, car il peut être nécessaire de dénouer les positions avec levier, par exemple pour couvrir les appels de marges. Les données relatives aux encours de titres émis par un résident et utilisés dans des transactions de rachat et des prêts sur titre entre résidents et non-résidents aident à comprendre et à anticiper les pressions du marché. Elles peuvent aussi aider à comprendre le calendrier du service de la dette. Ainsi, si un non-résident vend à un résident un titre dans le cadre d'une mise en pension et que le résident le revend ensuite immédiatement à un autre non-résident, le calendrier du service de la dette enregistrerait deux séries de paiements à des non-résidents par l'émetteur pour le même titre, bien qu'il n'y aurait qu'une seule série de paiement pour ce titre. En période de forte instabilité, si de gros encours apparaissent dans une même direction, il peut en résulter apparemment des paiements de service de la dette très importants sur les titres; les données relatives à l'encours des titres des résidents utilisés dans les opérations de prise en pension pourraient indiquer que ces opérations jouent un rôle.

Informations sur le créancier

16.37 Dans toute analyse de la dette, il convient de connaître la situation du créancier car les motivations de créanciers différents, et les influences qui s'exercent sur eux, ne sont pas identiques.

16.38 Le **secteur et le pays du prêteur** jouent un rôle important dans l'analyse de la dette, qui a mis traditionnellement l'accent sur les secteurs, et en particulier sur la distinction entre les secteurs officiel, bancaire et des autres, ce dernier étant pour l'essentiel le secteur privé. L'importance de cette répartition sectorielle tient aux différents obstacles à surmonter pour parvenir à une renégociation ordonnée en cas de difficultés de paiement. Par exemple, les négociations destinées à alléger la dette diffèrent selon la nature du créancier. Le secteur officiel et le secteur des banques constituent deux groupes de créanciers relativement petits et homogènes, qui peuvent se réunir et négocier avec le débiteur dans des cadres, tels que le Club de Paris (secteur officiel) et le Club de Londres (secteur des banques). Par contre, les autres créanciers privés sont généralement plus nombreux et plus divers.

16.39 En outre, le secteur public est parfois le **garant** de la dette du secteur privé étranger. C'est souvent le cas des crédits à l'exportation, au titre

desquels l'organisme de crédit effectue les paiements au participant du secteur privé étranger en cas de non-paiement par le débiteur et assume par conséquent la fonction du créancier. Ces dispositions visent à stimuler l'activité commerciale, et le secteur privé verse des primes. En cas de défaut de paiement, le créancier ultime est le secteur public, si l'organisme de crédit appartient effectivement à ce secteur. Le **pays du créancier** est important dans l'analyse de la dette, car sa concentration excessive sur un petit nombre de créanciers peut entraîner la propagation de difficultés financières (phénomène de contagion). Par exemple, si un ou deux pays sont les créanciers principaux, l'apparition d'un problème dans leur propre économie ou au niveau de leur propre endettement extérieur risque d'entraîner le retrait de leurs fonds du pays débiteur. De fait, la concentration par pays et par secteur, par exemple celui des banques, peut rendre une économie extrêmement dépendante de la conjoncture dans ce secteur et dans cette économie.