

Les solutions ingénieuses sont-elles vraiment utiles?

Pourquoi les propositions à la mode, telles que la nouvelle approche de la dollarisation de la dette, ne fonctionnent pas le plus souvent

Raghuram Rajan



Raghuram Rajan est Conseiller économique et Directeur du Département des études au FMI.

LES PROBLÈMES épineux sont légion en économie. Comment les pauvres peuvent-ils avoir accès au crédit? Comment les politiques économiques internationales peuvent-elles favoriser la chute des régimes kleptocratiques et despotes? Les solutions astucieuses foisonnent. Donner aux pauvres un titre officiel de propriété de leurs terres, qui leur servira de garantie pour emprunter. Déclarer que la dette émise par des régimes despotes est «odieuise» et non exigible de sorte que les investisseurs refusent de financer de tels régimes. Ces solutions, à première vue ingénieuses et peu onéreuses, sont pourtant rarement appliquées.

Souvent, ce n'est pas une machination qui pousse à les ignorer. En fait, les racines du problème et les ramifications de la solution proposée sont plus vastes qu'il n'y paraît. Non seulement la solution ingénieuse ne résoudra peut-être pas le problème, mais elle pourrait aussi avoir pour effet involontaire de faire oublier la réforme douloureuse et moins attrayante qui est en fin de compte nécessaire pour résoudre le problème. Il ne s'agit pas pour autant de renoncer à proposer des idées astucieuses ou à tenter de les appliquer, mais force est de reconnaître que, pour avoir une bonne chance de fonctionner, les solutions doivent être «robustes», c'est-à-dire qu'il faut accepter la possibilité que le problème sous-jacent n'est pas celui qu'on croyait. Or, souvent ce n'est pas le cas. Prenons l'exemple suivant.

Dollarisation et péché originel

La dollarisation des engagements s'est généralisée ces dernières années. De plus en plus d'États, de banques et d'entreprises de pays à marché émergent émettent des créances libellées en monnaie étrangère (généralement en dollars), bien que leurs recettes en dollars ne soient pas élevées. Lorsque la monnaie d'un pays se déprécie, le fait que les monnaies de libellé des recettes et des engagements

soient différentes peut avoir de graves conséquences — défaillance souveraine, effondrement du système bancaire et multiples failles d'entreprises.

Compte tenu de ces risques, pourquoi les pays persistent-ils à emprunter en monnaies étrangères? Selon la théorie du «péché originel», les pays n'ont pas le choix, ni aujourd'hui ni à l'avenir. Pour une raison quelconque, peut-être liée à de lointains péchés originels, les investisseurs se méfient d'un pays donné et refusent d'accepter des titres libellés dans sa monnaie. En d'autres termes, quelle que soit l'amélioration de la situation budgétaire et monétaire du pays, il a peu d'espoir d'échapper au rejet du marché, tout irrational qu'il soit.

Toutefois, de récentes études montrent la fragilité des fondements empiriques de cet argument. En outre, sa logique est particulièrement problématique quand on voit des investisseurs accorder de nouveaux prêts aux pays d'Amérique latine qui avaient manqué à leurs obligations envers eux il y a quelques années à peine. Il semble donc que les investisseurs aient la mémoire vraiment courte pour ce qui est des péchés commis à leur encontre. Pourtant, l'argument du péché originel est attrayant d'un point de vue politique, car il absout les pays de la responsabilité de leur situation actuelle.

Une explication connexe mais plus plausible de la nette hausse de la dette dollarisée est que ces pays soient acculés à cette position du fait du manque de crédibilité de leur politique monétaire. Si un pays émettait des créances en monnaie nationale, il serait incité à user de l'inflation pour se désendetter. Les investisseurs craignent injustement qu'il succombe à cette tentation même en cas d'amélioration de sa politique économique. La dollarisation de la dette élimine cette incitation, et les investisseurs sont ainsi plus disposés à accorder des prêts.

Quelle solution ingénieuse peut-on proposer? Certains suggèrent que la Banque mondiale ou le FMI émette des obligations en monnaie locale et en prête le produit au pays en question, le remboursement étant libellé aussi en monnaie nationale. Ces institutions financières internationales (IFI) sont supposées être plus raisonnables que les investisseurs privés et ne sont déroutées ni par le péché originel, ni par des réputations trompeuses. Elles peuvent aussi garantir que le pays ne succombera pas à la tentation du désendettement par l'inflation, donnant ainsi aux investisseurs des raisons de détenir les créances en monnaie nationale qu'elles ont émises (les IFI pourraient aussi émettre des créances indexées sur l'inflation). Des propositions de ce type ont été avancées sous diverses formes, plus ou moins complexes et avec des objectifs différents. Parmi les plus raisonnables figurent celles de Barry Eichengreen et Ricardo Hausman («How to eliminate original financial sin», *Financial Times*, 22 novembre 2002) et d'Eduardo Levy-Yeyati («Financial Dedollarization and the Role of IFIs: Dedollarizing Multilateral Credit»; non publié; Buenos Aires, Argentine, Universidad Torcuato di Tella).

Cette solution ingénieuse fonctionnerait-elle? La question clé est de savoir ce qui pousse vraiment à la dollarisation de la dette. L'histoire montre que c'est généralement en corrigeant des problèmes fondamentaux (tels que des déficits excessifs ou une tendance à l'inflation), et non en obtenant d'un pouvoir suprême la rémission de leurs péchés, que des pays ont pu cesser d'émettre leurs créances en monnaies étrangères pour les libeller en monnaie nationale.

Dollarisation et primes de risque

Pour tester la robustesse de cette solution, examinons une autre explication de la dollarisation des engagements. En général, la dette d'un pays n'est pas vendue uniquement à des étrangers, mais aussi à des ressortissants du pays. C'est logique, puisque ceux-ci auront sans doute plus de raisons que les étrangers de penser qu'ils peuvent en imposer le remboursement. L'investisseur national marginal se préoccupe du rendement de la dette. Selon la théorie financière, il sera disposé à payer davantage (à accepter un rendement plus faible) pour un titre dont la valeur devrait se maintenir ou augmenter si la situation économique se dégrade que pour un titre qui s'effondrerait. Il est ainsi mieux assuré.

Contre quoi veut-il s'assurer? Un des grands problèmes d'une économie de marché émergente est son exposition à des chocs qui amènent les créanciers étrangers à ne plus leur accorder de prêts, ce qui entraîne une dépréciation de la monnaie en termes réels et une forte inflation. En général, l'activité économique s'effondre, et la population souffre de privations immenses. Voyons ce qu'il advient alors des titres. Tant que le pays ne manque pas à ses obligations, la valeur de la dette libellée en dollars augmente du fait de la dépréciation en termes réels, tandis que celle de la dette libellée en monnaie locale baisse sous l'effet de l'inflation et de la dépréciation. Les investisseurs nationaux qui veulent se prémunir contre des crises provoquées par des revirements soudains préfèrent des créances libellées en dollars, qui leur donnent de meilleures

assurances, et sont donc disposés à accepter un taux d'intérêt plus bas. (Bien entendu, cette dette n'a de valeur que si l'on est raisonnablement convaincu que l'État honorerait ses échéances ou que, même s'il fait défaut, il rembourserait au prorata de l'encours de ses obligations.)

Cela ne signifie pas pour autant que les émetteurs nationaux s'empresseraient d'émettre de telles créances, puisqu'il leur faudrait payer plus en temps de crise. Idéalement, les émetteurs ne devraient pas faire de différence entre des dettes libellées en dollars et en monnaie locale, mais, dans la réalité, ce ne sera peut-être pas le cas des ministres, banquiers et chefs d'entreprise. Étant donné un flux de recettes attendu qui servira au remboursement, la dette en dollars assortie d'un intérêt plus bas permettra à un ministre d'emprunter davantage. Si la capacité d'emprunt du pays est très limitée, une dette en dollars peut être attrayante même si un ministre n'est pas myope. Si, de plus, sa perspective ne va pas au-delà de son court mandat — ce qui est fort possible —, un ministre pourrait être d'autant plus disposé à accepter l'incertitude d'un risque à long terme pour la certitude d'une souplesse budgétaire à court terme. Il en va de même pour les banquiers et les chefs d'entreprise.

Alors, la solution ingénieuse fonctionnera-t-elle? Absolu-

ment pas. Les IFI devraient payer la même prime de risque que le pays lorsqu'elles émettent des créances en monnaie nationale. Si le pays empruntait en monnaie locale par le truchement de ces institutions, il ajouterait simplement un élément d'intermédiation onéreux à ses coûts d'emprunt. Cela étant, si les IFI étaient disposées à intervenir de telle sorte que le pays n'ait pas besoin d'emprunter auprès de ses propres ressortissants — scénario très peu probable —, les détenteurs de la dette du pays seraient tous étrangers et le pays n'aurait pas à payer de prime.

Il faut prendre garde à ne pas condamner d'emblée la dollarisation : l'interdire semble peut-être une autre idée ingénieuse. Bien que la disparité des monnaies de libellé pose problème en pleine crise, un simple examen des résultats ne permet pas de juger du mérite des mesures qui y ont mené. L'interdiction de la dollarisation a des coûts — par exemple des possibilités d'emprunt ou de couverture réduites pour un pays ou une entreprise. Il faut peser le pour et le contre entre ces coûts et les incitations peut-être faussées qui sont offertes aux émetteurs de contracter une dette excessive en dollars.

Sans une idée précise des coûts et avantages de l'interdiction de la dollarisation, il serait peut-être bon d'attaquer le mal à la racine, tout en prenant des mesures pour limiter les risques évidents. Il faudrait stimuler l'épargne privée, renforcer la mobilisation des recettes, comprimer les dépenses afin de dégager une marge de manœuvre en cas de crise et accroître la capacité de faire face à un tarissement soudain des entrées de capitaux en augmentant les exportations. La dollarisation n'est peut-être une solution ni ingénieuse ni rapide, mais, à la longue, elle est sans doute la plus efficace. Bien sûr, cette politique n'est pas viable si le «péché originel» est un vrai problème. Heureusement, l'histoire laisse supposer que cette politique fonctionne. ■