



Les Argentins en étaient réduits au troc durant la crise financière de 2002.

Comment briser le cercle vicieux des crises

Comment les pays endettés pourraient éviter la perte de confiance qui précipite souvent les crises

Daniel Cohen

LES CRISES financières, comme les virus, semblent muter et, avec elles, les remèdes conçus pour les stopper. Le présent article examine en quoi les crises ont changé depuis le début des années 90 et donne à penser qu'il faudra adopter une approche novatrice consistant, par exemple, à faire du FMI un prêteur en *premier* ressort.

Pendant les années 70, les déficits courants des pays en développement étaient considérés comme un facteur d'«équilibre» qui leur permettait d'amortir les chocs globaux, et ils ne suscitaient pas de réelles inquiétudes. La balance des paiements rendait compte des flux de trésorerie d'une entité qui, à terme, devait vivre selon ses moyens : un pays empruntait quand ses revenus étaient faibles (par rapport à un niveau de référence) et remboursait ou épargnait quand ils étaient élevés. Ainsi, pensait-on, l'excédent d'épargne mondiale généré par les hausses des prix du pétrole dans les années 70 était recyclé vers les pays en développement.

Cependant, au cours des années 80, la dette extérieure de ces pays est devenue pour eux une amère réalité. Les taux d'intérêt mondiaux ont grimpé en flèche, conduisant les créanciers

à raccourcir les délais de remboursement. Contrairement à la philosophie des années 70, on commençait à penser que la dette pourrait devenir insoutenable. Les uns après les autres, la plupart des pays à revenu intermédiaire ont dû recourir au rééchelonnement, dont la fréquence augmentait avec le niveau de leur dette. Lorsque celle-ci représentait 200 % des exportations du pays, la probabilité d'un rééchelonnement au cours d'une année donnée était de 60 %. À 250 %, la probabilité passait à 69 %. Si la dette atteignait 300 %, la probabilité montait à 93 %. Au vu de ces statistiques, il n'y avait pas de doute qu'une réduction de la dette serait inévitable (Cohen, 1991 et 2001). Pourquoi a-t-il fallu presque dix ans pour arriver à cette conclusion? C'est là l'une des questions les plus troublantes de la période (voir l'avertissement précoce donné par Kenen, 1983).

Le nouveau type de crises des années 90

Dans les années 80, la faiblesse des écarts de taux d'intérêt reflétait la sous-estimation du risque par les banques, qui étaient alors les principaux créanciers internationaux. Avant 1982, année où le Mexique a suspendu ses paiements, les écarts dépassaient rarement

200–250 points de base (par rapport au LIBOR), car les banquiers ne craignaient pas de défaillance des emprunteurs souverains. Bien que les écarts de taux sur les dettes mexicaine et brésilienne aient augmenté quelques mois avant les moratoires, le crédit consorsial des années 70 (période où les écarts étaient faibles et le taux d'intérêt réel moyen sur les dettes souveraines était en fait négatif) et du début des années 80 ne trahissait aucune réminiscence de la vague de défaillances des années 30. Les prêteurs n'ont tout simplement pas prévu la crise de la dette des années 80.

Dans les années 90, en revanche, la confiance excessive dans la capacité de remboursement des débiteurs internationaux a cessé d'être la règle. Le marché est devenu beaucoup plus complexe : les entreprises sont venues s'ajouter aux emprunteurs souverains et les créanciers obligataires ont remplacé les consortiums bancaires. Certaines crises ont été prévues, d'autres non — souvent, dans l'un et l'autre cas, pour de bonnes raisons.

Comme le montre l'encadré ci-contre, la majorité des pays asiatiques affichaient, de 1997 à 1998, de bons fondamentaux économiques et de faibles écarts de taux (crises de type 1). Provoquées par une perte de confiance plus que par des problèmes de fond, ces crises ont pris tout le monde au dépourvu. À l'opposé, les crises de type 2 étaient «prévues» (ce dont témoignaient les écarts de taux élevés) et

liées à un endettement important. La quasi-totalité des pays d'Amérique latine entraient dans ce cas de figure au cours des années 90. La crise russe de 1998 était une crise de type 3. Malgré le faible montant nominal de la dette, les investisseurs ont chèrement facturé l'instabilité politique et économique qu'ils percevaient. Toutefois, la principale nouveauté des années 90 a été la disparition d'une des caractéristiques des crises latino-américaines de la décennie précédente, à savoir la combinaison de dettes élevées et d'écarts de taux faibles (voir encadré, case supérieure gauche). Les gros déséquilibres ne sont plus passés inaperçus; autrement dit, les emprunteurs souverains ont dû de plus en plus se résigner à voir les écarts de taux augmenter, et le fardeau de la dette s'est alourdi.

Comment éviter les crises autogénératrices

Si une grosse dette se traduit inévitablement par des écarts de taux élevés, l'inverse pourrait-il être vrai? Des intérêts élevés peuvent-ils accroître la dette et, partant, le risque et les écarts de taux, créant un cercle vicieux qui aboutit fatalement à la crise? En 2003, en étudiant avec Richard Portes, de la London Business School, les liens entre la dynamique de la dette et les intérêts versés par divers pays, la croissance de leur économie et leur excédent primaire, nous avons constaté que la dynamique de la dette est assez souvent très influencée, mais pas totalement expliquée, par un manque de confiance dans le pays (le Brésil en 1999 ou la Turquie en 2000). Il a été avancé, par exemple, que les difficultés financières du Brésil étaient leur propre cause. Si

ce pays avait bénéficié d'un taux hors risque, la dynamique de sa dette aurait été favorable et il se serait avéré un investissement sûr pour ses créanciers. Avec un écart de taux pondéré en fonction du risque, il est devenu un emprunteur à haut risque.

Le raisonnement intuitif derrière les crises qui s'autogénèrent est très simple : le sentiment qu'un pays représente un risque élevé accroît les écarts de taux, ce qui se traduit par un alourdissement du service de sa dette. À son paroxysme, cet effet «boule de neige» prend la forme d'une crise de la dette. Si la défaillance d'un pays et les turbulences financières qui en découlent diminuent sa capacité de remboursement, les prêteurs qui ne s'attendent pas à être remboursés créeront eux-mêmes la crise qu'ils redoutent et finiront par ne pas être payés. On parle d'autogénération, car c'est la réaction des investisseurs à un risque perçu qui diminue la capacité de remboursement du débiteur. Cette situation est moins susceptible de se produire dans le cas des entreprises, où une défaillance conduit, par exemple, à un

changement de dirigeants, et non à un processus de crise coûteux.

Par cette analogie, on peut démontrer qu'un mécanisme efficace de résolution du problème de la dette supprime tout risque d'autogénération de crises (Cohen, 2003). L'intuition de départ n'est pas compliquée. Une crise autogénératrice se produit quand les fondamentaux économiques dont dépend la capacité de

remboursement sont affectés en cas de défaillance pure et simple. S'il y a régularisation de la dette, les fondamentaux ne sont pas modifiés par le contrat de prêt et le spectre de la crise autoréalisatrice est écarté. Ceci illustre en théorie les mérites d'un mécanisme efficace qui diminue le coût des crises, mais peut aussi empêcher une crise de confiance en amont. Cette idée était au centre du débat enfiévré qui a débuté au milieu des années 90, au sujet de la création d'un tribunal des faillites et de la nécessité de clauses d'action collective (l'évolution de cette idée est retracée dans l'étude de Rogoff et Zettelmeyer, 2003).

Un prêteur en premier ressort?

Comment échapper au piège d'une crise autoréalisatrice, le cas échéant (c'est-à-dire une crise qui se produit quand les créanciers doutent qu'une solution efficace puisse être trouvée en cas de crise)? Le Brésil tente d'en indiquer la voie. En démontrant une volonté d'assurer le service de sa dette en dépit d'écarts de taux élevés, il espère convaincre ses créanciers qu'ils ont fait le bon pari. La logique de ce comportement a été expliquée par Cole et Kehoe (2000). Un pays peut, malgré les pronostics de ses créanciers, vouloir réduire sa dette pour sortir de la zone de danger où les crises spontanées deviennent possibles. Il serait dommage qu'il échoue faute de temps. C'est pourquoi nous avons défendu, dans l'étude que nous avons faite avec Portes, l'idée d'un prêteur en *premier* ressort.

Voici ce dont il s'agit. Un pays membre du FMI devrait pouvoir souscrire *ex ante* à un «régime d'endettement viable»

Crises de la dette des années 90

Contrairement à celles des années 80, les crises d'endettement des années 90 ne se sont en aucun cas caractérisées par une dette élevée et de faibles écarts de taux d'intérêt.

	Dettes élevées	Dettes faibles
Écart de taux faible	Néant	Type 1 : économies asiatiques
Écart de taux élevé	Type 2 : Amérique latine dans les années 90	Type 3 : Russie

Source : Cohen and Portes (2003).

(semblable au régime de taux de change fixes), par lequel il veille à ce que sa dette n'atteigne jamais un niveau insoutenable. Ce régime lui donne les moyens d'agir avant que l'effet «boule de neige» ne se matérialise, car l'accumulation de la dette prend du temps, et laisse donc aussi du temps avant que la situation ne devienne vraiment explosive.

Pour simplifier, supposons qu'un pays s'engage à ne jamais s'endetter lorsque l'écart de taux est supérieur à 300–400 points de base (mais le point de référence pourrait être la moyenne des taux sur les marchés émergents). Son engagement signifie qu'il fera tout pour limiter sa dette à un niveau compatible avec ce niveau de taux d'intérêt. Un accord pourrait être signé très tôt avec le FMI — pendant que l'emprunteur a encore accès aux marchés financiers mondiaux — et le FMI pourrait lui

prêter les ressources dont il a besoin durant la mise en place du programme. Si le régime est crédible, c'est-à-dire si les investisseurs sont convaincus que les taux ne dépasseront jamais ce niveau, le risque d'autogénération de crises est écarté, car le mécanisme «coordonne» les anticipations à un taux peu élevé. En outre, et peut-être surtout, ce régime engage les pays dans une stratégie prudente. L'emprunteur évite ainsi la tentation si fréquente de laisser les problèmes s'accumuler au risque de provoquer une crise de confiance ingérable à terme.

Conclusion

Le processus de résolution des crises d'endettement peut se résumer en ces termes : si la dette est énorme et doit être réduite, il faut en annuler une partie (diminution du principal à rembourser). Rendues inévitables au cours des années 80, ces annulations de dette sont devenues un élément du Plan Brady (bien qu'on ait mis trop de temps à le reconnaître) et sont généralement associées à un régime de faillite, qui n'existe pas encore pour les emprunteurs souverains. Si seul un plan de sauvetage massif peut empêcher la perte de confiance dans un pays (comme le Mexique en 1995 et les pays asiatiques en 1997), un renflouement de grande ampleur s'impose. Il faut alors recourir à un prêteur en dernier ressort, mais l'attribution de ce rôle au FMI ne semble pas réunir un soutien suffisant.

Un pays qui veut prendre des mesures pour restaurer la confiance pourrait, même s'il a encore accès aux marchés de capitaux, gagner du temps en faisant appel au FMI, qui lui procurerait des liquidités et l'aiderait à mettre en place un programme — en d'autres termes, qui jouerait le rôle de prêteur en *premier* ressort. Contrairement aux deux cas précédents, cette fonction-là nous paraît relever de la mission du FMI. ■

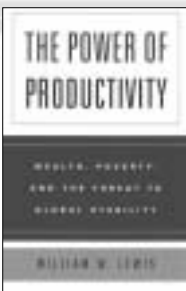
Daniel Cohen est professeur à l'École normale supérieure et Directeur du Cepremap (Centre d'études prospectives d'économie mathématique appliquée à la planification). Il est aussi conseiller scientifique auprès du Centre de développement de l'OCDE et chercheur associé au Centre for Economic Policy Research.

Cet article s'appuie sur une étude réalisée conjointement par l'auteur et Richard Portes (Cohen and Portes, 2003). Il a été achevé lors du stage de l'auteur au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Calvo, Guillermo, 1988, "Servicing the Public Debt: the Role of Expectations," *American Economic Review*, Vol. 78 (September), p. 647–61.
- Cohen, Daniel, 1991, *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 2001, "The HIPC Initiative: True and False Promises," *International Finance*, Vol. 4 (Winter), p. 363–80.
- , 2003, "How to Avoid Self-fulfilling Debt Crises" (unpublished; Paris: École normale supérieure).
- , et Richard Portes, 2003, *Crise souveraine : entre prévention et résolution. Conseil d'analyse économique, rapport 43* (Paris, Documentation française).
- Cole, Harold, and Timothy Kehoe, 2000, "Self-fulfilling Debt Crises," *Review of Economic Studies*, Vol. 67 (January), p. 91–116.
- Fischer, Stanley, 1999, "Reforming the International Financial System," *Economic Journal*, Vol. 109 (November), p. 557–76.
- Kenen, Peter B., 1983, "Third-World Debt: Sharing the Burden," *New York Times* (March 6).
- Rogoff, Kenneth, and Jeromin Zettelmeyer, 2003, "Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001," *IMF Staff Papers*, Vol. 49 (September), p. 470–507.

INTERNATIONAL ECONOMICS



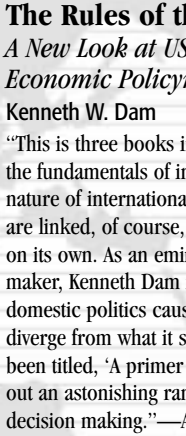
The Power of Productivity

Wealth, Poverty, and the Threat to Global Stability

William W. Lewis

"Bill Lewis has produced one of the best books I have ever read on the most important subject in economics: the forces behind and barriers to long-term economic growth. Uncovering many surprising facts and undermining much of conventional wisdom on economic growth, *The Power of Productivity* contains powerfully argued policy recommendations and is written with exemplary clarity and in an engaging style. It should therefore be read by professional economists and policymakers but also by the general public."—Leszek Balcerowicz, President, National Bank of Poland

Cloth \$28.00




The Rules of the Global Game

A New Look at US International Economic Policymaking

Kenneth W. Dam

"This is three books in one: one on political economy, one on the fundamentals of international economics, and one on the nature of international economic agreements. The three books are linked, of course, but each makes for rewarding reading on its own. As an eminent scholar and a distinguished policymaker, Kenneth Dam is uniquely placed to comment on how domestic politics causes international economic policy to diverge from what it should be. . . . The book could well have been titled, 'A primer for international policymakers.' It lays out an astonishing range of economic reasoning to guide decision making."—Ashoka Mody, *Finance and Development*

Paper \$19.00



The University of Chicago Press
www.press.uchicago.edu