

# Qui paie ses dettes s'enrichit



Luis A.V. Catão et Rui C. Mano

**La prime de taux d'intérêt qui frappe les pays après un défaut sur leur dette souveraine pourrait être beaucoup plus élevée qu'on ne le pensait**

**C**ONSIDÉRONS un État qui fait défaut sur sa dette extérieure et qui, quelques années après, négocie une remise sur sa dette initiale et s'apprête à réemprunter sur les marchés financiers. Plusieurs questions se posent. Sera-t-il pénalisé pour ce défaut et assumera-t-il sur ses nouveaux emprunts des taux d'intérêt plus élevés que ne le justifieraient ses fondamentaux? Si oui, quel sera le niveau de cette «prime de défaut»? Et combien de temps faudra-t-il à cet État pour rétablir la valeur de sa signature et éliminer cette prime?

Ces questions importent pour plusieurs raisons. La taille et la longévité d'une prime de défaut déterminent le service de la dette que le pays devra assumer à l'avenir. La prime peut aussi avoir un impact sur les programmes d'ajustement que le pays pourrait avoir à mener avec des institutions multilatérales comme le FMI pour le maintenir à flot lorsqu'il n'a plus accès aux marchés. Si la prime de défaut est élevée et persistante, le pays mettra sans doute un certain temps à s'affranchir des concours multilatéraux. Et si elle est vraiment tenace, elle signifie que les investisseurs, même s'ils ont effacé une dette, ne l'oublient pas facilement.

La question du prix à payer par les emprunteurs souverains qui ont fait défaut n'est pas

nouvelle. Grâce à la plus grande disponibilité de données historiques depuis les années 80, des économistes ont cherché une réponse empirique. Beaucoup de leurs travaux suggèrent que la prime de risque est soit relativement modique, soit de courte durée. Ainsi, d'après les articles de Eichengreen et Portes (1986), Lindert et Morton (1989) et Ozler (1993), le taux d'intérêt demandé aux pays qui ont fait défaut pendant les années 30 n'est, au plus, que 25 à 30 points de base (1 point de base représente 0,01 %) plus élevé que celui des pays qui n'ont pas fait défaut. De leur côté, les études portant uniquement sur les données des marchés émergents des années 90 et 2000 (notamment Borensztein et Panizza, 2009) trouvent de fortes primes sur les taux — jusqu'à 400 points de base en moyenne lorsque les pays recommencent à se financer sur les marchés —, mais qui disparaissent quasiment au bout de deux ans. Dans quelques rares cas où les pertes essuyées par les créanciers (décotes) étaient particulièrement élevées, les primes ont subsisté pendant longtemps (Cruces et Trebesch, 2013).

Pourtant, la plupart des États se donnent beaucoup de mal pour éviter un défaut, ce qui semble surprenant si le prix à payer est relativement modeste lorsqu'un pays n'honore pas ses emprunts dans les conditions définies

initialement. On sait qu'un défaut de paiement entraîne aussi d'autres risques — sanctions internationales, interruptions dans le financement du commerce international, perte de réputation —, mais, d'après de nombreux travaux, ces inconvénients sont rarement très douloureux. D'après nos travaux, cette volonté d'éviter le défaut serait plutôt due au fait que les primes sur taux d'intérêt sont peut-être plus lourdes qu'on ne le pensait (voir Catão et Mano, 2015). Le comportement des États n'aurait donc rien de surprenant.

### Des éléments nouveaux

Beaucoup de raisons peuvent expliquer que les taux d'intérêt soient plus élevés que ne le suggéreraient les fondamentaux d'un pays : par exemple l'instabilité politique du pays emprunteur, ou un pic dans l'aversion au risque sur les marchés. Mais, quand la prime résulte uniquement de l'historique de défauts, trois grands facteurs doivent être pris en compte pour mesurer correctement son ampleur : comment calculer le score des antécédents de crédit d'un pays, comment obtenir des données représentatives et comment sélectionner tous les fondamentaux économiques pertinents — par exemple le ratio dette/PIB et la croissance — susceptibles d'expliquer le taux d'intérêt d'un pays.

D'autres chercheurs ont retenu diverses mesures des antécédents de crédit, d'autres périodes et d'autres fondamentaux économiques dans leurs analyses. L'estimation de la prime de défaut peut être très sensible à ces choix. Elle peut, par exemple, varier dans le temps en raison de facteurs extérieurs transitoires : par exemple entre 2002 et 2007, quand les prix des matières premières étaient élevés et l'aversion au risque faible. De même,

## La plupart des États se donnent beaucoup de mal pour éviter un défaut.

en se focalisant, comme le font certaines études, sur la période des années 60 et 70, où la mondialisation était moins avancée et la liquidité moindre, on peut sous-estimer les primes de défaut. Toute estimation de la prime de défaut moyenne sur une période courte risque d'être biaisée. Il est, certes, tentant de considérer que les primes de défaut ont disparu lorsque les écarts de taux avec les pays étrangers se sont estompés, même pour les multirécidivistes du défaut. Mais la compression de l'écart de taux sur les dettes souveraines peut aussi s'expliquer par des facteurs transitoires (notamment la baisse de l'aversion au risque) ; l'écart de taux ne saurait être considéré comme le reflet de la prime de défaut. Pour une mesure correcte de la prime de défaut, il faut corriger la marge de taux en effaçant l'impact des fondamentaux du pays et des marchés mondiaux. Il est essentiel de faire la part de ces éléments dans toute analyse. Enfin, un chercheur peut sous-estimer la prime de défaut s'il utilise des mesures des *souvenirs* des investisseurs, partielles et ponctuelles, sans considérer objectivement l'ensemble des données.

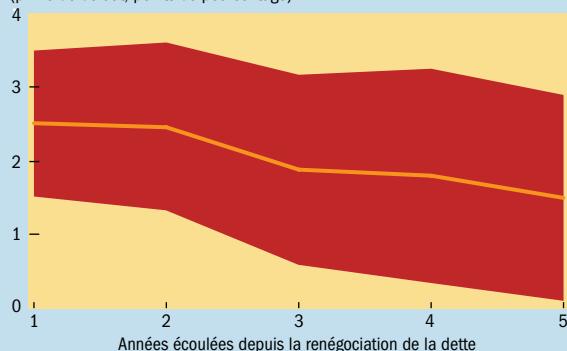
En prenant ces trois éléments en compte et en appliquant une même méthode à tous les échantillons, nous avons trouvé des primes de défaut nettement plus élevées que les autres chercheurs. Il y a plusieurs raisons à cela :

Graphique 1

### Le prix des défauts

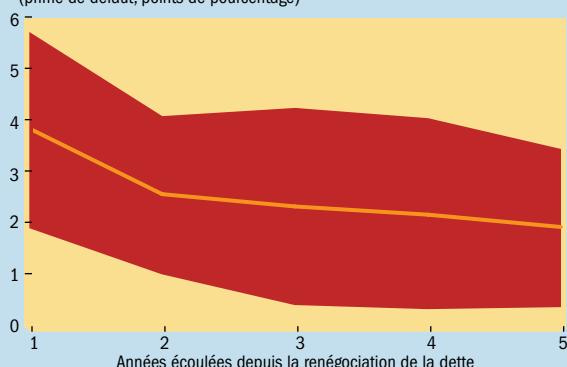
Les pays qui se sont déclarés en cessation de paiements entre 1870 et 1938 ont dû payer sur leurs nouveaux emprunts une prime de défaut moyenne de 2,5 points de pourcentage, ramenée à 1,5 point après cinq ans ...

(prime de défaut, points de pourcentage)



... et ceux qui ont fait défaut entre 1970 et 2011 ont payé une prime de 4 points, ramenée à 2 points au bout de cinq ans.

(prime de défaut, points de pourcentage)



Source : Catão et Mano (2015).

Note : La zone grisée est la fourchette dans laquelle se situent la plupart des primes de défaut. Les pays qui ont fait défaut plusieurs fois ont des primes beaucoup plus lourdes que la moyenne, alors que ceux qui n'ont fait défaut qu'une fois sont moins lourdement sanctionnés. Le graphique commence à une année après la conclusion des renégociations de la dette.

• Nous sommes partis d'une mesure plus générale des antécédents de crédit qui influe sur la perception qu'ont les investisseurs de la solvabilité. Nous avons mesuré la prime de défaut comme la résultante de trois indicateurs de solvabilité : durée totale pendant laquelle le pays a été en défaut; nombre d'années écoulées depuis le dernier défaut; et délai de renégociation (un, deux, trois, quatre ou cinq ans après le défaut). En effet, il se peut que la mémoire des investisseurs s'estompe rapidement les premières années après le défaut, et plus lentement par la suite.

• Nous avons construit une série beaucoup plus large, englobant les pays avancés et émergents pendant deux périodes actives pour les marchés obligataires internationaux : 1870–1938 et 1970–2011. En utilisant, des sources primaires et secondaires, nous avons étendu la période de couverture des séries existantes d'écarts de taux souverains. La nouvelle série couvre 68 pays et comprend environ 3.000 observations annuelles, hors années de défaut, c'est-à-dire beaucoup plus que les études antérieures.

- Nous avons intégré des facteurs autres que les antécédents de crédit qui ont sans doute influé sur les primes de défaut, notamment de nombreux fondamentaux macroéconomiques comme le ratio dette publique/PIB, la part de la dette en devises



## La prime de taux d'intérêt type qui sanctionne les défauts passés a été sous-estimée.

et la croissance du PIB (en amplifiant, par exemple, les données historiques de Reinhart et Rogoff, 2009), ainsi que l'état des marchés financiers mondiaux, avec notamment la volatilité des cours boursiers et des taux d'intérêt de référence, qui ont un impact sur l'appétit pour le risque et, partant, sur la tolérance des investisseurs envers les emprunteurs moins solvables. Enfin, nous avons pris en compte le montant des défauts antérieurs.

Le graphique 1 montre les primes de défaut lorsque les pays ont de nouveau recours au marché pour les périodes 1870–1938 et 1970–2011. Pour la période qui précède la Seconde Guerre mondiale, la prime initiale moyenne était de 250 points de base, soit beaucoup plus que les estimations antérieures, et son maintien beaucoup plus long (au bout de cinq ans, elle était toujours de 150 points de base en moyenne). Pour la deuxième période, les primes étaient plus élevées — 400 points de base initialement et 200 points de base après cinq ans. La persistance des primes tient à la fois au nombre d'années en défaut et au nombre d'années écoulées depuis le défaut.

Globalement, la prime de défaut explique jusqu'à 60 % de l'écart par rapport au taux de référence (graphique 2). En d'autres termes, une grande partie du taux d'intérêt total payé par un

État lorsqu'il revient vers les marchés privés est due, non à l'état de son économie, mais à ses antécédents de crédit. La prime de défaut peut donc être étonnamment importante dans l'évaluation des coûts qu'un pays doit assumer une fois qu'il a de nouveau pleinement accès aux marchés de capitaux.

### Défauts en série

Le graphique 1 fait apparaître que les primes de défaut se répartissent dans une fourchette très large de part et d'autre de la moyenne. Les écarts s'expliquent essentiellement par la différence entre les défauts ponctuels et les défauts répétés. En effet, les pays qui se trouvent en défaut de manière répétée tendent à subir une prime de défaut supérieure à la moyenne, car ils restent plus longtemps à l'écart du marché et accumulent des arriérés, ce dont rend compte notre indicateur d'antécédents de crédit mesurant le temps passé en défaut. Les investisseurs tendent à prendre ces périodes «hors marché» (surtout si elles sont récentes) comme un signe de mauvaise solvabilité, et ce même si les fondamentaux standard, comme le ratio dette/PIB et la croissance, sont bons. En outre, plus les prêteurs doutent de l'exactitude des statistiques fournies par les pays en défaut, plus ils s'intéressent aux actes des gouvernements, par exemple le défaut de remboursement et les délais de renégociation, ce qui se traduit généralement par une prime de défaut plus élevée.

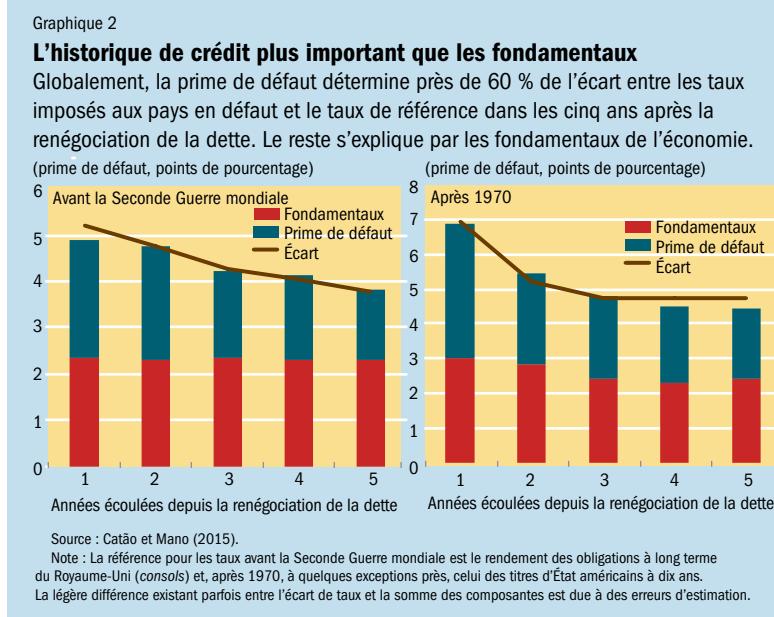
Nos indicateurs d'antécédents de crédit ne distinguent pas les défauts de montants élevés et ceux de montants plus modestes. Il pourrait sembler logique que les investisseurs sanctionnent davantage les défauts qui leur ont coûté plus cher par des primes de défaut plus fortes.

Mais il n'est pas facile d'établir les effets des décotes antérieures sur les primes. D'abord, tout défaut est un événement majeur et entraîne généralement une perte non négligeable pour les créanciers. Deuxièmement, sur un marché concurrentiel, les investisseurs valorisent les obligations et les prêts qu'ils octroient en fonction du risque de défaut futur. Le montant des décotes

passées compterait si les prêteurs décidaient systématiquement de compenser leurs pertes en faisant payer une prime supplémentaire. Mais, dans un marché concurrentiel comme l'est le marché obligataire type, tout créancier qui tenterait de récupérer des décotes passées serait probablement évincé par de nouveaux prêteurs. De plus, près de 90 % des différences constatées entre les décotes s'expliquent par des variables déjà prises en compte dans notre modèle de la prime de défaut — par exemple le ratio dette/PIB et la durée du défaut.

### Une motivation claire

Tout cela signifie que la prime de taux type qui sanctionne les défauts passés a été sous-estimée. Pourquoi? Parce que les études antérieures ne prenaient pas en compte suffisamment d'indicateurs des antécédents de crédit et — surtout — parce que les séries sur lesquelles elles se basaient étaient trop réduites. En considérant un plus grand nombre d'épisodes et des périodes plus



longues, nous avons constaté que la prime de défaut souverain est généralement forte pendant les premières années après la renégociation de la dette et qu'elle ne diminue que progressivement — et plus lentement qu'on ne le pensait.

Concrètement, considérons un pays présentant un ratio dette/PIB modéré, disons 50 %, et dont toute la dette est détenue par des créanciers privés. Si l'on retient la prime de défaut moyenne constatée après les années 70, soit 400 points, le surcoût d'intérêt représenterait 2 % du PIB après renégociation de la dette et descendrait à 1 % au bout de quelques années. Même pour un ratio d'endettement modeste, le coût des intérêts n'est pas négligeable, d'autant que les intérêts sur la dette extérieure représentent souvent entre 1 et 3 % du PIB d'un pays. Ce coût serait supérieur pour les pays plus endettés longtemps éloignés des marchés privés. Bref, éviter le défaut peut rapporter gros, même si l'on exclut d'autres risques coûteux, comme la perte de réputation, les sanctions internationales et les perturbations dans les flux commerciaux et l'intermédiation financière.

À l'évidence, la prime de défaut dépend des particularités du pays et des estimations de l'évolution future des facteurs économiques nationaux et mondiaux. Notre analyse démontre toutefois qu'une prime de défaut proche des moyennes historiques devrait vraisemblablement avoir un effet dissuasif et justifier un travail de prévention, notamment en adoptant des mesures d'austérité propres à remettre l'économie sur pied. Cela est d'autant plus vrai pour les pays fortement endettés, qui ont

des antécédents de défaut et sont restés longtemps éloignés des marchés de capitaux. ■

*Luis A.V. Catão est économiste principal au Département des études du FMI, et Rui C. Mano est économiste au Département Asie et Pacifique du FMI.*

*Bibliographie :*

Borensztein, Eduardo, and Ugo Panizza, 2009, "The Costs of Sovereign Default," IMF Staff Papers 56(4), p. 683–741 (Washington).

Catão, Luis A.V., and Rui C. Mano, 2015, "Default Premium," IMF Working Paper 15/167 (Washington: International Monetary Fund).

Cruces, Juan, and Christoph Trebesch, 2013, "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts," American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 5, No. 3, p. 85–117.

Eichengreen, Barry, and Richard Portes, 1986, "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences," European Economic Review, Vol. 30, No. 3, p. 599–640.

Lindert, Peter H., and Peter J. Morton, 1989, "How Sovereign Debt Has Worked," in Developing Country Debt and Economic Performance, Vol. 1, ed. by Jeffrey Sachs (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Ozler, Sule, 1993, "Have Commercial Banks Ignored History?" American Economic Review, Vol. 83, No. 3, p. 608–20.

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2009, This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

# IMFdirect

## The International Monetary Fund's views on economics and finance

Read our blog by **leading economists** and **IMF officials** about pressing issues in the **global economy**

<http://blog-imfdirect.imf.org>