

Les finances publiques des pays émergents : 1^{ère} partie

■ Les finances publiques des pays émergents : un état des lieux	1
■ Quand la Chine nous notera...	6

« Si l'on en jugeait d'après les contradictions que la discussion du budget soulève, chaque année, dans la plupart des pays, il semblerait impossible d'apprécier exactement la situation financière d'un État.

Sauf de rares exceptions, ceux qui prennent part à ces discussions paraissent peu disposés à faire connaître les calculs qui servent de bases à leurs jugements. Préoccupés avant tout de s'affranchir de tout contrôle, ils opposent des négations sans preuves à des affirmations également sans preuves, et si, par hasard, la lutte devient plus ardente, le ton des adversaires s'élève sans que, le plus souvent, le débat puisse être vidé »

Note du service d'Étude Financière du Crédit Lyonnais, à la demande de Henri Germain, président du Crédit Lyonnais de 1863 à 1905, « *Comment faut-il étudier la situation financière des États ?* ».

Les finances publiques des pays émergents : un état des lieux

Pendant la dernière décennie, et spécialement entre 2003 et 2008, les pays émergents se sont désendettés en termes relatifs. Le ratio dette publique/PIB a en général baissé, en particulier pour les pays les moins bien notés par les agences de rating. Cette évolution contraste avec celle des pays développés, où le ratio a stagné, avant de s'envoler depuis deux ans dans la plupart des cas. Cette performance des émergents a plusieurs explications : une meilleure discipline fiscale bien sûr (qui marquait en outre une rupture avec la dégradation générale des années 90), mais surtout une croissance du PIB beaucoup plus rapide que dans les pays développés. Croissance plus rapide en volume, avec près de 3% par an de différentiel avec les pays développés, mais aussi en prix, grâce à de fréquentes appréciations du taux de change effectif réel des devises des émergents, qui ont gonflé leur PIB exprimé en USD. A l'inverse, la contribution de la baisse des taux d'intérêt au désendettement semble, sauf exception, assez modeste.

Deux rappels

Dans un contexte de haro sur les États, qu'il est devenu de bon ton de présenter comme dépensiers et endettés au-delà du supportable (voire au bord de la faillite), deux rappels nous semblent indispensables :

- la crise actuelle n'est pas à l'origine une crise de dette publique. En 2008, à de rares exceptions près, les finances publiques des pays développés étaient certes mal orientées, mais elles n'étaient pas en crise. L'aggravation de leur situation résulte du ralentissement brutal de l'activité provoqué par la crise financière, et de la prise en charge par les États d'une partie du coût de cette crise ;
- dans les pays émergents (ici encore avec quelques exceptions), il n'y a toujours pas de crise des finances publiques. Au contraire, les années 2000 ont été une décennie de désendettement.

L'objet de cet article est ainsi de fournir quelques éléments sur l'ampleur de ce désendettement et d'essayer d'en identifier les moteurs : l'un est indiscutablement une meilleure gestion des finances publiques, mais on verra que la forte croissance des émergents a sans doute eu un rôle décisif.

Quelques problèmes de définition

L'analyse comparative des finances publiques pose des problèmes techniques plus complexes que d'autres champs de la macroéconomie. La première difficulté est la définition du mot "publiques" : on peut s'intéresser au seul budget du gouvernement central (en anglais "central government"), ou plus largement aux finances des "administrations publiques" (en anglais "general government"¹) qui incluent alors les

¹ La définition est du FMI (*Government Financial Statistics standards*).

administrations régionales et locales, la sécurité sociale publique, et les autres entités publiques non engagées dans des activités commerciales. Les entreprises publiques et la Banque centrale sont exclues de ce champ des administrations publiques, sauf pour les transferts nets avec le budget de l'État (subventions versées et impôts – et éventuellement dividendes – reçus de ces entités par le budget). Cette notion de "general government" est la plus utilisée, mais les comptes consolidés ne sont pas toujours disponibles : dans certains cas, manquera une partie des entités qui devraient y être intégrées, et la comparabilité des ratios ne sera pas parfaite. Ou bien on ne disposera que d'un solde "global" des administrations publiques, mais pas du solde "primaire" (avant paiement des intérêts de la dette), variable pourtant très utile dans l'évaluation de la soutenabilité de la dette. La notion de "secteur public" est plus large : elle inclut la Banque centrale et les entreprises publiques, et est parfois utilisée pour analyser le "besoin de financement du secteur public" (dont on exclut parfois les entreprises publiques financières, dont la Banque centrale : on parle alors de "besoin de financement du secteur public non financier").

Les frontières ainsi tracées sont arbitraires. Par exemple, l'intégration des entreprises pétrolières nationales avec l'État est parfois telle qu'il serait justifié de les intégrer dans les "administrations publiques", et pas seulement pour leurs transferts avec le budget de l'État. PDVSA a ainsi à l'occasion servi à l'État vénézuélien à émettre des emprunts qui auraient été plus difficiles ou onéreux pour le souverain. L'entreprise pétrolière a aujourd'hui, dans la "République Bolivarienne", un rôle social qui la fait parfois se substituer à l'État, quand elle finance directement des programmes d'éducation ou de santé². Autre exemple d'intégration forte : le "Programme Economique" proposé chaque année au Congrès par le gouvernement mexicain présente des soldes "avec" et "sans Pemex".

Mais c'est sans doute en Chine que la lecture des comptes publics officiels est la plus difficile. Apparemment, le déficit budgétaire chinois est modeste (pendant la décennie passée, il a atteint un pic de 2,6% du PIB en 2002) et la dette du "general government" très faible : 13% du PIB en 2010³. Par ailleurs, les autorités locales et provinciales ne sont en théorie pas autorisées par la loi chinoise à avoir des budgets déficitaires ni à émettre de la dette. En fait, leurs besoins financiers sont tels, parce qu'une grande partie des dépenses sociales et d'infrastructures sont à leur charge, qu'elles s'endettent à travers des véhicules *ad hoc*, dont la solidité financière intrinsèque est souvent médiocre⁴, et qui ne sont des emprunteurs acceptables que par la garantie implicite que leur apporte le bénéficiaire réel du crédit, l'administration locale⁵. Selon les sources, le montant total de ces dettes est estimé entre 5 000 (Banque centrale de Chine, mi-2009) et 11 000 milliards de yuans (Victor Shih, Northwestern University, fin 2009). Dans le second cas, cela représenterait 40% du PIB. Si l'on ajoute à la dette publique "officielle" non seulement ces dettes des autorités locales, mais aussi celles des banques de développement, et les crédits non performants portés par les "sociétés de gestion d'actifs" créées

² Dans le premier cas, Misión Ribas, dans le second, Barrio Adentro.

³ Source : Moody's Statistical Handbook, mai 2010.

⁴ "Standard & Poor's believes that the stand-alone creditworthiness of most of these entities ranges from moderate to very weak"; Standard & Poor's, "How Big a Worry Are Chinese Local Governments Debts?", 14 mars 2010.

⁵ Ce point met en évidence une autre difficulté méthodologique (présente pas seulement dans le cas de la Chine) dans l'estimation des soldes et des dettes "publiques" : le traitement des garanties (surtout quand elles sont implicites) apportées par une entité publique.

lors du nettoyage des grandes banques commerciales publiques au début des années 2000⁶, le ratio dette publique/PIB passe alors à 70%⁷ : Ce n'est pas dramatique, mais beaucoup moins confortable que 13%.

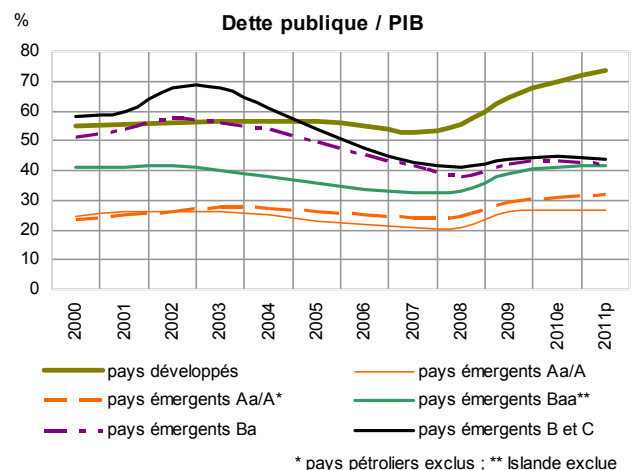
Une dernière définition, centrale pour analyser les finances publiques, celle du "solde primaire". Il s'agit du solde avant paiement des intérêts sur la dette publique (domestique ou extérieure). Le solde après prise en compte des intérêts est souvent appelé "solde financier".

Un désendettement global

Un premier constat, très clair, est que le niveau d'endettement des pays émergents est aujourd'hui très sensiblement inférieur à celui des pays "développés"⁸ : le ratio dette publique/PIB est en 2010 de 70% pour ces derniers, alors qu'il est inférieur à 45% pour les émergents, et même de 27% pour les émergents notés Aa ou A (cf. graphique 1). Par ailleurs, après la crise de 2008-2009 qui a partout provoqué un rebond du ratio dette/PIB, l'écart s'est creusé : alors que pour les pays développés ce ratio continue à augmenter (et toutes les projections indiquent que cette tendance va se poursuivre encore plusieurs années), il s'est déjà stabilisé pour les émergents.

Le désendettement relatif des pays émergents avait commencé dès 2003 (après un pic en 2002) : le ratio dette/PIB y décroît de manière significative dans toutes les catégories de notation (mais plus rapidement dans les pays les plus mal notés). Pendant ce temps, il est resté stable autour de 55% dans les pays développés.

Graphique 1. Un désendettement significatif des émergents



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

⁶ Il conviendrait sans doute d'ajouter aussi une part (inconnue) des prêts massifs accordés par le système bancaire à l'économie (et pas seulement aux autorités locales et à leurs véhicules de *funding*) à l'occasion du plan de relance initié en novembre 2008 : certains de ces prêts deviendront des crédits non performants, dont la charge sera *in fine* portée par l'Etat.

⁷ Bank of America - Merrill Lynch, "Local Government Funding Vehicles: the sub-prime trap for China?", 22 mars 2010

⁸ Dans cet article, la source principale est le Moody's Statistical Handbook dans son édition de mai 2010. Moody's utilise la notion de "general government" (traduit ici par "administrations publiques". A noter que la classification par notation (A/Baa/Ba/...) est celle de mai 2010 : ainsi le Brésil, upgradé par Moody's à Baa3 en septembre 2009, est classé dans le groupe des Baa pour toute la période d'analyse. Un inconvénient de l'utilisation de cette source est qu'elle exclut les pays les plus pauvres, pour la plupart non notés par les agences.

(i) la discipline budgétaire ; l'objectif était ici explicitement de maîtriser le ratio dette publique/PIB ;
 (ii) la réorientation de la dépense publique : il s'agissait de mieux définir des "priorités" ; étaient notamment visées les subventions, accusées d'être souvent mal ciblées ;
 (iii) la réforme fiscale : les revenus de l'État, mesurés par le ratio recettes budgétaires/PIB, étaient jugées souvent beaucoup trop faibles.

Vers la fin des années 90, beaucoup de pays ont commencé, de leur propre initiative ou sous la pression des institutions de Washington, à mettre en place des "règles fiscales" (*fiscal rules*). L'objectif à peu près général des règles fiscales est la maîtrise du ratio dette publique sur PIB, parfois habillé de considérations sur le souci de "ne pas pénaliser les générations futures" par une politique budgétaire "irresponsable" dont ils auraient à "porter le fardeau". Un des précurseurs est l'Allemagne : la République Fédérale a inscrit dès 1972 dans sa Constitution des contraintes sur son déficit public. Aujourd'hui, de très nombreux pays ont mis en place des règles très diverses¹³ : (le plus souvent) sur des soldes budgétaires (global ou primaire), sur la progression des dépenses, ou sur des ratios d'endettement (au PIB ou aux revenus publics). Ces règles sont éventuellement adaptables en fonction de la conjoncture (en particulier pour les pays exportateurs de matières premières, qui peuvent ainsi se contraindre à une politique budgétaire contra-cyclique). Surtout, le degré d'engagement varie considérablement d'un pays à l'autre : cela va de traités internationaux qui peuvent même prévoir des sanctions en cas de non respect (par exemple, celui liant les pays de la zone euro) aux simples déclarations "solennelles" d'un président ou d'un Premier ministre en exercice pendant une campagne électorale, en passant par l'inscription dans la Constitution ou le vote d'une loi par le Parlement.

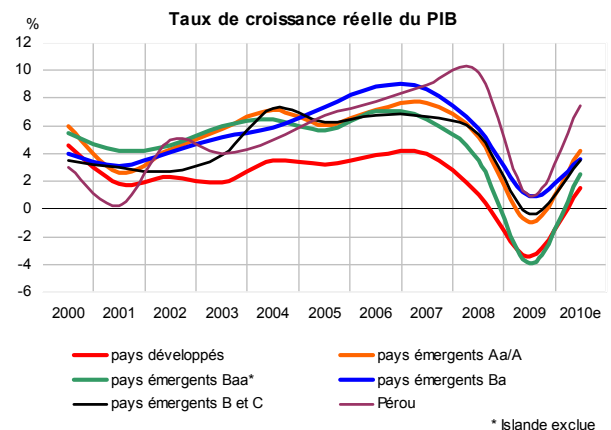
L'impact des règles fiscales est contesté. D'une part, l'intention (affichée par la règle) ne remplace jamais l'action : la discipline est surtout jugée *ex-post*. Le seul fait de disposer d'une règle, voire d'annoncer la prochaine mise en place d'une règle encore à préciser, suffit cependant parfois à prédisposer favorablement les marchés et les agences de notation. Pourtant, il a aussi été avancé que l'un des effets pervers de la mise en place d'une règle fiscale peut être de stimuler la "créativité budgétaire" : sous une pression suffisante, les ministères des Finances peuvent ainsi s'avérer très imaginatifs pour contourner une disposition qu'ils sont chargés d'appliquer. D'autre part, fixer un objectif en termes de solde budgétaire, le cas le plus fréquent, ne garantit rien sur l'efficacité économique ou sur l'équité du système fiscal, ni sur l'efficacité ou la qualité des dépenses publiques. Un exemple d'une telle situation est le Mexique, où l'existence et la mise en œuvre assez rigoureuse d'une règle fiscale conduit à une réelle discipline budgétaire et à une bonne maîtrise de la dette publique mais aussi, en l'absence de réforme fiscale, à une attrition progressive de l'État, de moins en moins capable d'assurer ses fonctions régaliennes et sociales. Donc transparence, surveillance et règle.

¹³ Une analyse approfondie des principes et des pratiques des règles fiscales peut être trouvée dans un papier du Département des Affaires Fiscales du FMI : "Fiscal Rules - Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance", FMI, novembre 2009. Son annexe 1 présente un tableau synthétique de l'ensemble des règles fiscales dans le monde.

Le facteur décisif : une croissance plus élevée

La différence entre pays émergents et pays développés dans l'évolution du ratio dette publique/PIB s'explique surtout par le différentiel de croissance (cf. graphique 4). Pendant la période 2000-2010, le taux de croissance annuel moyen des pays développés a été de 1,9% ; il a été de 4,7% pour les pays émergents (ceux notés par Moody's). Sur dix ans et toutes choses égales par ailleurs, le différentiel est de 32%.

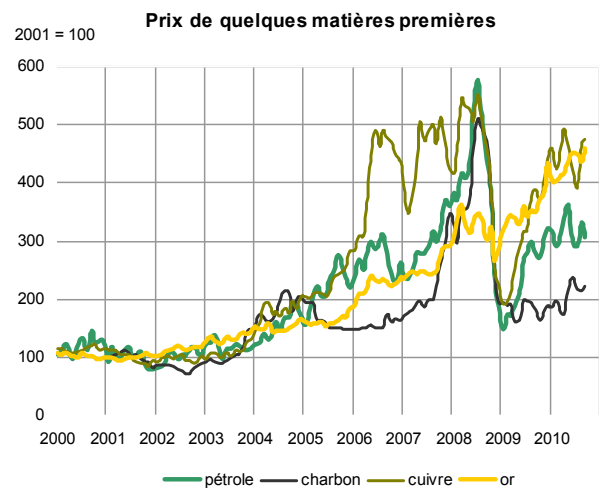
Graphique 4. Un net différentiel de croissance



Source : Moody's, Crédit Agricole SA

Le Pérou a ainsi ramené son ratio dette publique/PIB de 42,0% en 2000 à 23,1% en 2010. Grâce bien sûr à un effort budgétaire, en partant d'une situation très dégradée jusqu'en 1995, mais surtout grâce à des taux de croissance les plus élevés parmi les émergents : 5,5% en moyenne sur la décennie, et même 6,9% depuis 2004, date à laquelle le ratio d'endettement commence à baisser rapidement.

Graphique 5. A little help from my (Chinese) friends



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

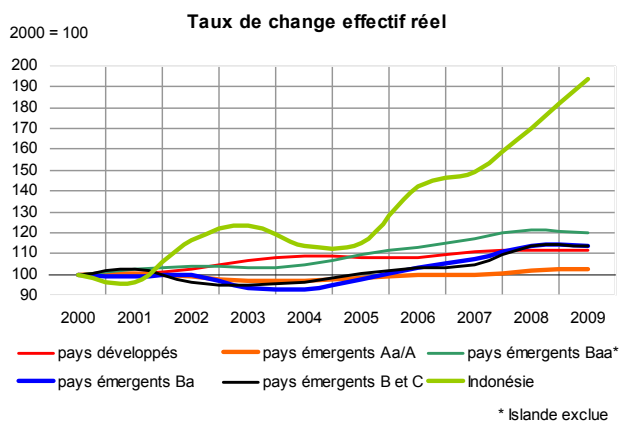
Pour le Pérou comme pour beaucoup d'autres pays émergents (en Amérique latine et au Moyen-Orient, et dans quelques cas en Afrique), l'envolée des prix des matières premières entre 2004 et 2008 (cf. graphique 5), largement nourrie par la croissance asiatique, a évidemment été décisive dans l'accélération de la croissance. Et même si la taxation du secteur minier est parfois faible (c'est le cas au Pérou), la très forte progression des profits des entreprises

et du commerce extérieur (y compris les importations supplémentaires permises par la hausse des exportations) a aussi contribué à renforcer les finances publiques et à dégager des excédents. Certains pays, surtout les exportateurs de pétrole mais aussi le Chili, ont même pu constituer une épargne publique significative, souvent sous la forme de fonds souverains.

Dans la relation entre le solde primaire, le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance économique pour stabiliser le ratio d'endettement, le taux de croissance "g" est en fait un taux de croissance nominal du PIB en USD. Un taux de croissance élevé (qui, on l'a vu, contribue à réduire le ratio dette/PIB) peut résulter d'une croissance réelle (en volume), mais aussi d'une hausse du taux de change effectif réel : toute chose égales par ailleurs, et sans croissance en volume, le PIB exprimé en USD augmente si la monnaie locale ne se déprécie pas suffisamment pour compenser le différentiel d'inflation (généralement positif) avec les partenaires commerciaux.

Or il apparaît (cf. graphique 6) qu'en moyenne, et à l'exception des pays notés Aa ou A, les devises des pays émergents ont eu tendance à s'apprécier, en particulier à partir de 2004. Pour les autres catégories (Baa, Ba, B et C), la réévaluation réelle moyenne sur la période 2004-2009 est de 18%.

Graphique 6. Une tendance à l'appréciation du TCER



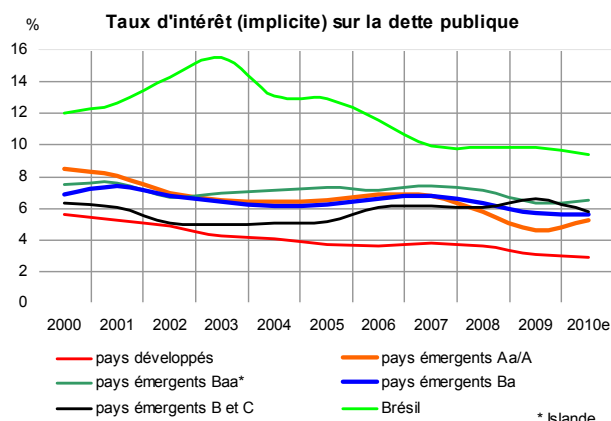
Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

Dans certains cas, cet "effet change" peut être beaucoup plus important, et avoir un impact arithmétique sur le ratio d'endettement nettement plus fort que la rigueur de la gestion des finances publiques ou la croissance réelle de l'économie : en Indonésie, qui est le pays où la chute du ratio a été la plus spectaculaire sur la décennie (de 100% à 29%, voir graphique 2), le taux de change effectif réel de la roupie a augmenté de 94% sur la période. Il s'agit en partie d'une correction progressive après l'effondrement de la monnaie indonésienne lors de la crise asiatique (cours moyen vs. USD : 2 909 en 1997, 10 014 en 1998). Dans le cas indonésien, cette correction s'est faite assez peu par réappréciation nominale (le taux de change IDR/USD varie entre 9 000 et 10 000 depuis dix ans), mais plutôt par non compensation du différentiel d'inflation. Mais dans d'autres cas (Amérique latine, Europe centrale), il y a même eu appréciation nominale de la monnaie locale par rapport à l'USD.

La contribution de la baisse des taux : assez modeste sauf exception

La condition de stabilisation du ratio d'endettement mentionnée plus haut fait aussi apparaître le rôle du taux d'intérêt moyen sur la dette publique : plus il est bas, plus il sera aisé d'atteindre les chiffres de croissance ou de solde primaire autorisant la stabilisation. Il ne semble pas que la baisse des taux d'intérêt ait joué un rôle décisif dans la diminution du ratio d'endettement moyen des émergents. Elle est en effet restée, à quelques exceptions près, très modeste (cf. graphique 7¹⁴).

Graphique 7. Une baisse limitée des taux d'intérêt



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

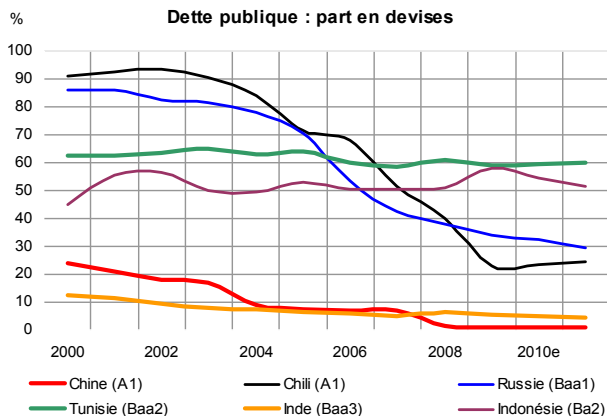
Une des exceptions est le Brésil : en raison de son historique d'instabilité, de la part très élevée des devises et de la dette en *reais* mais à taux flottant (seulement 2,2% de la dette était en *reais* à taux fixe en 2002), mal noté par les agences (B+ avec *outlook* négatif pour Standard & Poor's en juillet 2002), avec des marchés financiers effrayés par la perspective de l'élection de Lula en 2002, le pays payait au début de la décennie un taux d'intérêt très élevé sur sa dette publique (jusqu'à 15,6% en 2003). Même si ce taux reste aujourd'hui largement au-dessus de la norme pour les pays de même notation (9,4% contre 6,5%), l'amélioration des conditions d'endettement du Brésil est très significative et a contribué à faire baisser le ratio dette publique/PIB.

Une dette de plus en plus locale

Une évolution importante des dettes publiques des pays émergents est la tendance assez générale des Trésors à essayer de satisfaire une part croissante de leurs besoins de financement en devises locales, par les marchés locaux.

Dans certains pays, le développement de fonds de pensions locaux a grandement contribué à cette évolution, d'autant que leur réglementation limite souvent leurs possibilités d'investir à l'étranger. Mais des investisseurs institutionnels internationaux, à la recherche de rentabilité et dont l'aversion au risque émergent est sans doute devenue moindre et en tout cas plus sélective, participent de plus en plus aux émissions de titres publics en monnaies locales. "Financement en monnaie locale" n'est donc pas synonyme de "financement domestique".

¹⁴ Les taux d'intérêt représentés par le graphique 7 sont "implicites" dans le sens où la source utilisée (Moody's, voir note 3) ne les donne pas directement. Ils ont été calculés en rapportant le ratio "intérêts/PIB" (lui-même calculé comme différence entre les ratios "solde financier/PIB" et "solde primaire/PIB") au ratio "dette publique/PIB".

Graphique 8. Une part en monnaie locale (en général) en hausse

Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

La part du financement en monnaie locale ne croît pas partout au même rythme. D'une manière générale, elle est plus élevée dans les pays émergents les plus avancés, qui disposent plus souvent d'un marché local des capitaux émergent ou même développé : la part des devises est de 30% dans les pays notés Aa ou A, 40% dans les Baa, 55% dans les Ba, et jusqu'à 65% dans les pays notés B ou C. Mais à l'intérieur d'une même catégorie de notation, les différences peuvent être très nettes (cf. graphique 8), entre des pays ayant toujours privilégié le financement domestique de la dette publique, et où la part de la dette en devises est très faible depuis longtemps (l'Inde), ceux qui ne réussissent pas, par exemple en raison d'un marché domestique des capitaux trop étroit, ou qui ne souhaitent pas ponctionner ce marché (la Tunisie), et ceux qui il y a dix ans étaient très dépendants des marchés internationaux mais ont réussi à basculer sur des financements en monnaie locale (le Chili).

Les perspectives à moyen terme : les besoins augmentent

Peut-on prolonger la tendance passée au désendettement des émergents ? Nous sommes assez franchement optimistes sur ce qui a été depuis dix ans le principal facteur de la baisse du ratio dette publique/PIB : la croissance des émergents devrait rester soutenue dans les pays émergents, même si la purge des bilans dans les pays développés (États, et dans certains cas ménages) y freinera la progression de la demande adressée au reste du monde.

Quand la Chine nous notera...

En théorie, tous les États peuvent faire défaut. Mais en pratique, un lien s'est opéré, tout au long du XX^e siècle, entre la mesure du risque souverain et la notion de développement. À l'inverse, les corrélations entre rating souverain, solvabilité et liquidité se sont affaiblies pour les pays développés. Cela s'explique par la prise en compte d'autres facteurs, propres à la notation des États, du type *willingness to pay*, gouvernance, capacité à produire de la richesse, capacité à se financer ou non, dans sa propre monnaie, etc. Comment ces critères vont-ils résister à la réduction du risque relatif sur les pays émergents ? Comme à chaque crise, il va sans doute falloir redéfinir les frontières du risque souverain et des différentes catégories de pays. Mais il faut aussi, plus profondément, s'interroger sur la signification d'un passage dans la catégorie *Investment Grade* et sur les différences croissantes entre la notation du risque souverain et celle du risque pays.

Le défaut de paiement d'un État : la théorie

En juillet dernier, l'agence de rating chinoise, Dagong rating, publie son premier rating souverain. Les États-Unis obtiennent un double A, la France et la Grande-Bretagne reçoivent un AA-. Seules la Norvège, la Suisse, le

La croissance du PIB par les prix, ou par le taux de change effectif réel, est beaucoup plus incertaine. Les monnaies de nombreux pays émergents (Brésil, Afrique du Sud...) sont déjà surévaluées, et l'impact de cette surévaluation sur l'activité domestique inquiète les gouvernements. Même en imaginant que ces monnaies échappent à une correction brutale (grâce aux prix des matières premières, aux entrées de capitaux), leur potentiel d'appréciation est sans aucun doute bien moindre qu'il y a dix ans. Les taux de change contribueront donc peu à de nouvelles baisses des ratios d'endettement.

L'apport des taux d'intérêt devrait quant à lui persister. La liquidité des marchés, la recherche de rentabilités qui resteront quoi qu'il arrive plus fortes que dans les pays développés "sans risque", et le niveau initial des taux d'intérêts en monnaies locales – vers lesquelles de plus en plus de pays vont se tourner – permettent des baisses supplémentaires.

Le pronostic le plus difficile est celui sur les soldes des finances publiques. L'expérience des pays développés tend à montrer qu'avec la progression des revenus par tête, avec l'élévation des niveaux d'éducation, et avec le vieillissement des populations, les attentes des citoyens tendent à augmenter. Beaucoup d'émergents devront en outre, pour ne pas bloquer la croissance de leur économie, financer des programmes d'infrastructures souvent très lourds.

Face à ces besoins, les États ne disposent pas de beaucoup de marge côté recettes : même si leur prélèvement sur l'économie est nettement inférieur à ce qu'il est dans les pays développés (le ratio recettes publiques/PIB est le plus souvent inférieur à 30%, voire à 20%), la légitimité de l'impôt n'y est pas toujours forte. Soit parce que les citoyens estiment (parfois avec quelque raison) que la médiocrité des services fournis par l'État en contrepartie des prélèvements fiscaux est médiocre, soit en raison de l'histoire politique du pays (en Europe centrale et orientale), soit parce que, dans un contexte d'inégalités fortes, les plus riches estiment ne rien devoir ni aux pauvres ni à l'État (Amérique latine). Sans anticiper de dérapage majeur, il ne nous semble donc pas acquis que les finances publiques des pays émergents dégageront dans la décennie à venir les excédents qui ont contribué au désendettement relatif des États depuis dix ans. ■

Jean-Louis MARTIN

jean-louis.martin@credit-agricole-sa.fr



la capacité de remboursement des États » a déclaré le président de Dagong, Guan Jianzhong.

Que répondre à M. Guan ? Essentiellement que l'appréciation d'un risque souverain va au-delà de l'analyse des finances publiques en termes de capacité de remboursement. Il y a aussi la volonté de payer, la capacité à stabiliser une trajectoire de croissance, de résister aux chocs et donc, de produire de la richesse à long terme. Il y a l'intensité des risques systémiques internes et externes, l'existence ou non d'un prêteur en dernier ressort et l'accès aux liquidités, sur un marché en monnaie nationale ou non. Néanmoins, sa question fait bel et bien écho à une interrogation plus profonde des marchés sur le lien entre les ratings souverains et l'analyse des finances publiques.

Qu'est-ce que le défaut de paiement d'un État ?

La définition du risque souverain fait à peu près consensus. C'est le risque qu'un État ou une entité sous garantie publique¹⁵ soient en défaut de paiement sur leurs dettes en devise ou en monnaie locale, hors la dette bilatérale ou auprès des organisations multilatérales. Les agences attribuent une note différente à la dette en monnaie locale et la dette en devise. En général, il y a peu de différence entre ces deux classements pour les pays développés mais l'écart est plus large pour les pays émergents, avec un rating en monnaie locale supérieur. Selon une étude de Standard and Poor's recensant les défauts souverains constatés entre 1975 et 2004, le taux de défaut sur la dette en monnaie locale s'élevait à 2% contre 11,9% pour la dette en devise (Paget Blanc, Painvin, 2007).

Il est moins facile de savoir à partir de quel moment un État est officiellement en défaut de paiement – sauf lorsqu'il se déclare lui-même en situation de moratoire, sujet sur lequel les Russes, par exemple, ont été très clairs en août 1998¹⁶... Comment distinguer le retard du défaut ? Là-dessus, il n'y a pas consensus et la règle bancaire des 90 jours de retard reste contingente aux entreprises. Pour Standard and Poor's, un État est en défaut de paiement dès qu'il cesse de payer le principal ou les intérêts, ou bien dès qu'il propose un échange contre une dette présentant des conditions moins favorables. Pour Fitch, certaines situations seront considérées comme des retards liés à des « disputes contractuelles », mais si la somme en jeu est importante, le pays sera, quoi qu'il en soit, placé en catégorie de « défaut restreint ».

Effectivement, la plupart des pays sont souvent en situation de défaut partiel : ils ne remboursent qu'un segment de leur dette, comme l'Equateur en 2008. Les créanciers ayant appris à leurs dépens que cette situation pouvait durer longtemps, une catégorie spéciale de « selected default » a été introduite par les agences de rating dans leur grille de notation.

¹⁵ La notion de garantie explicite est importante car les investisseurs sont souvent tentés de présupposer qu'un Etat prêteur en dernier ressort se portera au secours des entreprises ou des banques publiques en crise de paiement. Pour qu'un Etat intervienne, il ne suffit pas qu'il soit actionnaire, il faut surtout qu'il y ait un risque systémique : c'est la logique du « too big to fail », qui s'est imposée depuis que le journaliste Walter Bagehot regrette, en 1873, que la Banque d'Angleterre ne puisse pas intervenir « freely and readily » pour éviter une panique financière. Ce « principe de Bagehot » semblait bien ancré depuis la Seconde Guerre mondiale, mais son appréciation est sujette à discussion depuis l'affaire Lehman.

¹⁶ Malgré les efforts d'Anne Krueger, Directrice générale adjointe du FMI en 2002, l'idée d'un droit international de la faillite et d'un « chapitre XI » des Etats n'a pas fait son chemin.

Quelques exemples de défauts sélectifs (SD)

	date du défaut	durée du SD
Russie	1999	22 mois
Pakistan	1999	11 mois
Indonesie	1999	1 jour
Indonesie	2000	6 mois
Argentina	2001	54 mois
Indonesia	2002	4 mois
Paraguay	2003	18 mois
Uruguay	2003	1 mois
Grenade	2004	11 mois
Venezuela	2005	1 mois

Source : standard and Poor's (2009), Crédit Agricole S.A.

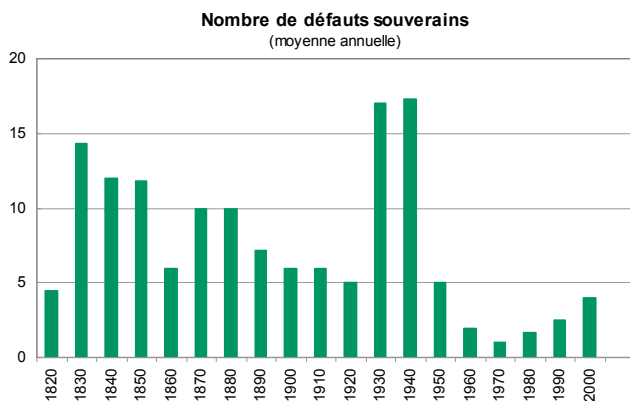
Le paiement sélectif peut devenir une arme de négociation redoutable pendant les restructurations au Club de Londres, semant la zizanie parmi la communauté des créanciers. Ceux-ci ont plus de difficultés à proposer une offre globale, perturbés par les paiements segmentés de leur « client ». Le rapport de force joue alors au bénéfice du débiteur en cessation de paiement : plus le défaut de paiement est important, plus le risque d'une telle situation existe. Là encore, la restructuration russe de 1998 a été un cas d'école.

Tous les États peuvent-ils être en défaut de paiement ?

Théoriquement, oui. D'ailleurs ils sont notés dans les mêmes ratings souverains. Pourtant, une réalité s'est imposée : la notion de développement semble connectée avec celle de risque souverain et les pays « développés » étaient tous notés A, ou plus, jusqu'à la crise de 2009. Au point que les marchés semblaient avoir oublié un moment que le défaut souverain est une hypothèse valable pour tous.

Cette appréciation renvoie d'abord à une réalité statistique : selon Standard and Poor's, seulement 1,1% des pays *Investment Grade* (IG) ont fait défaut sur leurs obligations en devise depuis 1975 contre 29,7% sur la catégorie *Speculative Grade* (SG). De plus, la catégorie IG est historiquement beaucoup plus stable : un pays noté AAA n'a que 2,3% de chance de connaître un changement de rating sur une année contre 12,3% pour un pays noté BB. Il était donc facile d'oublier qu'avant 1970, le FMI apportait aussi son soutien aux pays développés, et il fallait effectivement remonter aux années 80 pour que des pays « développés » soit dégradés (le Danemark et l'Australie). Enfin, l'augmentation du nombre de souverains notés par les agences de rating à partir des années 90 (125 États notés par Standard and Poor's en 2010, 110 par Moody's et 107 par Fitch) s'est faite essentiellement dans la catégorie *Speculative Investor*, avec l'arrivée de nouveaux États sur les marchés financiers (un seul état en *Speculative* en 1990 sur 31 notés). Ceux-ci sont globalement de moins bons risques (avec une visibilité statistique faible et un historique de paiement plus resserré), ce qui explique en partie l'augmentation du nombre de défauts souverains après une période historiquement basse de 1950 à 1980 (cf. graphique 1).

Graphique 1. Les tendances historiques en matière de défauts souverains



Source : Standard and Poor's, Crédit Agricole S.A.

En pratique, un risque souverain concentré sur les pays « non développés »

Le lien entre risque souverain et développement correspond également à une réalité historique : cette connexion existe en fait depuis les premiers classements de risque pays.

Risque souverain et développement : une histoire liée

Dès 1871, à l'initiative de Henri Germain, président du Crédit Lyonnais, le service des études financières tente pour la première fois en France de classer les pays en fonction de leur solvabilité souveraine. Trois groupes sont définis à partir d'une méthode « rationnelle » dont H. Germain trace lui-même les grandes lignes :

Les finances publiques des États doivent être minutieusement reconstruites afin d'éviter les erreurs, (« voulues ou non » dit H. Germain), dans l'appréciation de la dette publique. Les rédacteurs de la « méthode » insistent en particulier sur la réintégration des dépenses extra budgétaires : « Les dépenses importantes ont été, de tout temps, inscrites en dehors des comptes ordinaires ».

Transparence et dépendance

Dans les pays émergents, il n'y a pas une relation linéaire entre la transparence statistique et la nature du régime. Les facteurs les plus importants seraient plutôt la dépendance vis-à-vis des financements privés ou publics externes et les équilibres institutionnels internes (relations avec le parlement ou les grandes entreprises – la Banque mondiale a d'ailleurs développé un indice de « capture de l'État » pour connaître le degré d'indépendance de ce dernier vis-à-vis des groupes d'intérêts). Enfin, les pays émergents savent – aussi – faire preuve de créativité comptable, que ce soit dans la valorisation des produits d'une privatisation, la mauvaise affectation d'un revenu, etc. La liste des erreurs d'appréciations grecques entre 1993 et 2009 (50 contre 4 pour l'Allemagne) nous incite à croire que c'est un indicateur intéressant (OECD, Koen, Noord – 2005) de risque sur les finances publiques. Mais rappelons que la Deutsche Bank elle-même a procédé à une réévaluation très contestée de ses réserves en 1997.

H. Germain insiste ensuite sur l'approche historique des comptes publics, afin de trier les facteurs structurels et conjoncturels. Fitch intègre encore cette vision aujourd'hui en distinguant, dans son analyse des finances publiques, les éléments « cycliques » et la part du structurel, en particulier en

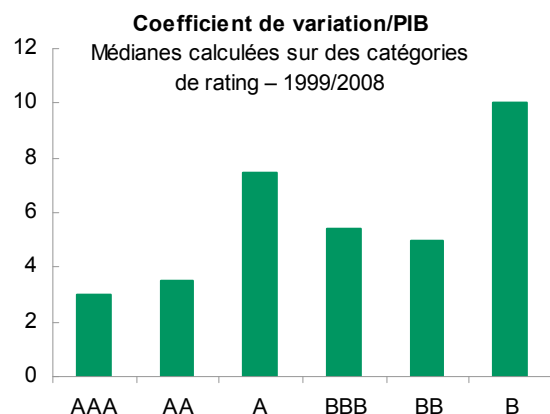
intégrant une estimation de la cyclicité des soldes budgétaires et de la volatilité des revenus (cf. graphique 2). Ce critère reflète bien le classement souverain des pays, excepté pour les notes A et BBB, catégories dans lesquelles la volatilité des revenus est un peu plus forte.

Toutes les agences déclarent mener aujourd'hui des analyses « through the cycle » (TTC) et non plus « point in time » (FMI – 2010), afin d'avoir une plus grande stabilité de leur notation, ce qui est un des éléments clé de leur crédibilité. Mais leur capacité à mesurer l'impact des éléments conjoncturels sur le cycle reste sujette à caution.

La résistance au choc : un critère de plus en plus important

D'une façon plus générale, ce souci de la résistance aux chocs externes ou internes est mis en avant par toutes les agences dans tous les types de notes – que ce soit pour le risque politique, l'étude du budget, de la conjoncture ou des comptes externes. C'est une des différences avec les ratings avant la crise asiatique et c'est surtout une façon, non pas de mesurer l'intensité du risque systémique, mais la capacité des économies à lui résister. C'est également le sens des stress scénarios que développe à présent Standard and Poor's pour mesurer la capacité de rebond des économies. Et c'est finalement une des solutions que les agences ont trouvées, jusqu'à présent, pour intégrer le risque systémique dans les notations.

Graphique 2. Volatilité des revenus du gouvernement



Source : Fitch, Crédit Agricole S.A.

Selon H. Germain, la dynamique de la dette doit enfin être complétée d'une étude des actifs publics, afin de distinguer les États ayant préféré les dépenses d'investissement (susceptibles de produire de la richesse) aux dépenses de consommation. C'est ainsi qu'au début du XX^e siècle, la Russie se retrouve devant l'Angleterre, ayant investi dans les chemins de fer alors que la Couronne avait opté pour des dépenses militaires dans ses colonies... On retrouve exactement le même facteur aujourd'hui dans des études analysant les déterminants des *spreads* souverains dans les pays émergents : toute chose égale par ailleurs, la qualité des dépenses publiques d'un État (productive ou non) influence toujours la prime de risque (E. Baldacci, M. Kumar, 2010). Plus généralement, les *spreads* sont très marqués par la capacité d'un pays à mettre en place une politique donnée, ce que les agences ont peu à peu appelé le « government effectiveness », terme qu'il a fallu inventer dans son application à l'État ...

La montée en gamme des critères qualitatifs

L'application de la méthode d'Henri Germain donne un premier classement, qui a été reconstitué à partir d'archives historiques (M. Flandreau, 1998).

Ce « rating » mettait en bonne place l'Europe germano-nordique et les « PIGS » de la crise de 2009 étaient en bas de classement. Cela évoque irrésistiblement certaines études qui donnent le *track record* comme un indicateur important du risque souverain : les défauts de paiement des États seraient sensibles à des récurrences. Elles s'expliqueraient par une combinaison de différents facteurs qui impactent leur volonté de payer. Cette mesure de la « willingness to pay » est l'une des grandes différences entre la notation souveraine et la notation des entreprises.

Peut-on mesurer la bonne volonté ?

La « willingness to pay » d'un État est plus ou moins prise en compte par les agences, un peu plus pondérée, selon le FMI, chez Fitch et Standard que chez Moody's, qui reste plutôt axé sur la capacité à payer. Elle est conditionnée par :

1 – Le degré de dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers : les pays fournisseurs de matières premières stratégiques ont une moins forte « willingness to pay » que les pays dépendants financièrement ou commercialement de la communauté internationale. En effet, la mesure de la volonté de payer d'un pays renvoie toujours à une comparaison des coûts relatifs entre deux stratégies : honorer le service de sa dette ou faire défaut – la perte d'accès au marché international étant le premier effet évident de l'arrêt des paiements (Obstfeld et Rogoff – 1990).

2 – La faible mémoire des marchés : elle minimise le risque de réputation, sauf en ce qui concerne les investissements directs étrangers, car ces derniers accordent une grande place à la gouvernance – par exemple la stabilité réglementaire – dans leurs choix d'implantation. Cette insuffisante mémoire des marchés est parfois dénoncée comme une forme d'incitation à faire défaut pour les pays, d'autant qu'une restructuration de dette, dès qu'elle s'achève, a pour effet mécanique de faire remonter les pays dans les ratings, les ratios d'endettement étant moins élevés. Le *track record* est donc la seule façon de pondérer cet effet.

3 - La garantie d'une saisie des actifs en cas de défaut a joué un rôle historique qu'on sous-estime, à l'origine à la fois d'interventions militaires (Mexique, 1861) et aussi des plus belles faillites de l'histoire économique : Louis XIV finance ses guerres à crédit et invente ensuite les premiers *debt equity swap* en échangeant des monopoles contre de la dette. Opération qui conduira à la faillite de Law en 1716¹⁷. Mais la possibilité de saisir des actifs à l'issue d'un défaut souverain reste très limitée en pratique aujourd'hui. Quant aux sanctions commerciales, la principale difficulté est de convaincre les opérateurs commerciaux dans le pays créateur de les appliquer (Bulow, Rogoff, 1989).

En 1911, pour le Crédit Lyonnais, « les calculs du SEF n'étaient rien d'autre qu'une méthode purement scientifique, qu'il convenait de tempérer lors des décisions d'investissements »¹⁸. Le classement des pays est donc refait empiriquement par les économistes : l'Angleterre remonte au premier rang de la notation car c'est le « pays le plus riche et le plus développé au monde » et l'Italie passe devant l'Espagne. Au final, ces premiers ratings sont revus à la lumière d'un critère qualitatif touchant au développement, conçu comme capacité à produire de la richesse future.

¹⁷ Les contrats de dette souveraine incluaient des clauses de garanties donnant un justificatif légal pour une intervention militaire. Des opérations de contrôle international ont ainsi eu lieu en Turquie et en Grèce (N. Herbaut, 1901, « le contrôle international en Egypte, Turquie et Grèce », congrès international des valeurs mobilières.

¹⁸ Archives du Crédit Lyonnais. « Comment évaluer la santé financière d'un Etat » 1911. *Note du Service d'Etude financière*.

Aujourd'hui encore, les critères qualitatifs jouent un rôle essentiel dans les ratings, que ce soit dans les indicateurs eux mêmes ou dans le process de notation (comparaison avec les « peer group » chez moody's par exemple). Les tentatives pour objectiver la notation de la gouvernance, par exemple avec le KKZ de la Banque mondiale, ne doivent pas masquer le fait que la plupart des indicateurs sont construits à partir de sources qualitatives sujettes à discussion quand à leur construction – trop d'agrégation et de corrélations – ou leur utilisation.

L'utilisation de ce type d'indicateurs dans les ratings vise à stabiliser les classements et participe à la logique de l'appréciation souveraine « through the cycle ». Cependant, certaines études soulignent que c'est justement la partie qualitative des modèles qui expliquerait la procyclicité des ratings (Ferri, Lui, Stiglitz – 1999), remettant en question cet effet stabilisateur.

Le déplacement de l'épargne dessine les nouvelles frontières du risque souverain

Le XX^e siècle a donc construit une histoire des *ratings* où une corrélation s'est établie entre développement et solvabilité des États. Deux événements contraires et espacés d'à peine dix ans, viennent fragiliser cet ordonnancement du risque souverain au début du XXI^e : la meilleure solvabilité de nombreux pays émergents et la moins bonne de certains pays développés. Chacun dans son sens contribue à réduire la prime de risque relative des pays émergents. D'un côté la Chine et de l'autre la Grèce...

La Chine et la Grèce en « effet ciseaux »

L'élément fondateur de ce renversement de perspective a été l'apparition d'excédents structurels pour quelques grands pays. C'est le déclencheur conjoncturel qui leur permet d'abord d'accumuler des réserves, de se désendetter et de réduire leurs déficits externes et internes. Puis de nourrir une dynamique de croissance jusqu'à évoquer aujourd'hui un possible « decoupling », qui s'accompagne d'un développement des investissements des pays émergents vers les pays développés.

Les ratings souverains sont mal préparés à ces changements structurels, construits à partir de modèles de pays en déficit d'épargne et intégrant de nombreuses variables sur les comptes extérieurs et leur couverture. Ce déplacement de l'épargne mondiale bouleverse aussi la logique de seuils d'alerte, qui règle les anticipations des marchés. Par exemple, que veut dire la limite de 100% que le FMI impose aux pays dans la couverture de leur dette à court terme par les réserves de change, alors que la moyenne des émergents sur ce ratio est aujourd'hui à 160%...

Quoi qu'il en soit, ces nouveaux « pays émergents solvables » remontent naturellement dans les ratings (comme le font d'ailleurs aussi les pays pétroliers en phase de prix élevés). La rencontre avec les moins bons des développés se fait dans la catégorie A+ (Standard and Poor's, 2009) quand la Chine et le Chili touchent l'Italie. Puis, la crise de 2009 va rendre la frontière entre pays développés et émergents définitivement poreuse, avec le *downgrading* de la Grèce. Aujourd'hui, dans le classement de Standard and Poor's, celle-ci côtoie l'Azerbaïdjan, l'Égypte, la Colombie ou la Roumanie. Et elle s'installe bien au-dessus de l'Ukraine dans les anticipations de risque souverain des investisseurs, comme en témoigne le *spread* sur les CDS début octobre 2010 (763 points de base contre 511 pour Kiev en octobre 2010).

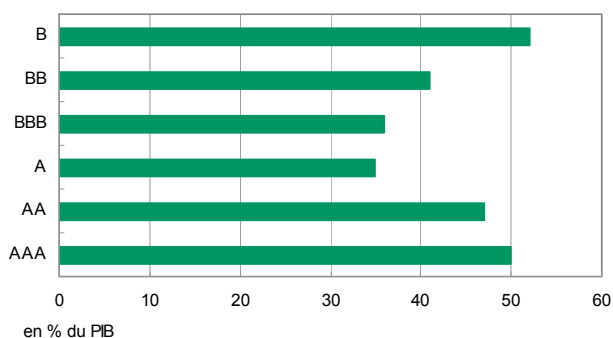
La crise de 2009 estompe encore les frontières implicites du risque souverain. Elle interpelle autant les économistes des pays développés que les économistes de risques pays : chacun se demande où s'arrête désormais son périmètre. Finalement, quelle est la différence, en terme d'analyse souveraine, entre un pays de l'OCDE à forte dette et à déficits publics, et un pays émergent sans déficit et à faible endettement ? Et comment s'explique leurs positionnements dans les ratings ? La situation conjoncturelle nouvelle impose une relecture des critères d'analyse du risque souverain.

La remise en question des critères inconditionnels de risque

Les critères utilisés pour construire des ratings souverains se répartissent en catégories plus ou moins similaires, mais jusqu'à la crise asiatique, seuls un faible nombre de variables influençait vraiment les classements des agences. Cantor et Packer (1996) montrent que 90% des variations de notes s'expliquaient par seulement six indicateurs qui laissaient d'ailleurs complètement de côté les flux de capitaux, la liquidité ou le secteur financier : le PIB par habitant, la croissance du PIB, l'endettement extérieur, l'expérience d'inflation, l'histoire des défauts de paiement et le niveau de développement économique. Cela explique sans doute la difficulté que les agences ont eu à anticiper les crises monétaires des années 90 (Rheinhardt, Carmen M, 2002).

Après la crise asiatique, l'OCDE prolonge cette critique (OCDE, 2003) : les classements des agences mettraient trop l'accent sur la flexibilité de la fiscalité et sur la solvabilité des États, pas assez sur la santé financière et l'analyse du secteur bancaire. Toujours selon l'OCDE, Moody's capterait d'ailleurs mieux les crises dites de première génération (dans le cas où les déséquilibres macro-économiques entraînent la crise financière, comme au Mexique en 1982) tandis que Standard and Poor's repère plus tôt les crises de seconde génération (sur le modèle asiatique, des crises déclenchées par un problème d'illiquidité et de faiblesse du secteur financier). Cela renvoie au constat d'une surpondération, chez Standard and Poor's, accordée aux critères de transparence et de qualité des données fiscales (FMI, 2010).

Graphique 4. Dette générale du gouvernement
(médiane pour chaque catégorie – 1999 – 2008)



Source : Fitch, Crédit Agricole S.A.

Mais c'est surtout l'approche par les seuils d'alerte inconditionnels qui ne correspond plus aux exigences de la conjoncture (N. Roubini, P. Manasse, 2005) : le dépassement des seuils d'alerte sur les indicateurs clés de solvabilité ou de liquidité ne suffit pas à expliquer les crises souveraines. Seule une combinaison de plusieurs vulnérabilités permettrait de saisir correctement l'une des quatre situations types de crise souveraine – l'insolvabilité, l'illiquidité, les crises du change ou les chocs de croissance négatifs.

L'analyse empirique du classement des agences par groupes de pays de risque similaire (*peer groups*) confirme les positions de N. Roubini en 2005. Certains indicateurs ne sont plus en relation linéaire avec les classements et cela préfigure le mélange désormais à l'œuvre dans les ratings entre pays développés et pays émergents. Très exemplairement, le ratio de dette publique est élevé en haut et en bas des classements, laissant redouter que la discipline budgétaire soit une pratique réservée aux pays à la limite de l'*Investment Grade*.

La sous-estimation récurrente du risque de liquidité

Les Chinois interprètent la distance que les agences de rating occidentales ont prise avec une vision classique de la solvabilité comme un biais idéologique mais il existe d'autres explications. L'argument monétaire est le plus fort, évoqué par G. Longueville et E. Vergnaud (2010). Pour les pays à monnaie forte, « la distinction usuelle entre risque souverain en devise et risque souverain en monnaie locale n'est guère pertinente »... Le financement peut être assuré par les banques centrales et donc la liquidité d'un État serait surtout liée à sa politique monétaire – et pour les États en zone monétaire, au rôle (ou non) de prêteur en dernier ressort de la banque centrale commune. C'est le cas dans la zone euro où l'interrogation sur le risque de liquidité souverain renvoie aux limites du parapluie européen : les marchés cherchent aujourd'hui à savoir si les frontières du prêteur en dernier ressort correspondent à celles de l'Euro.

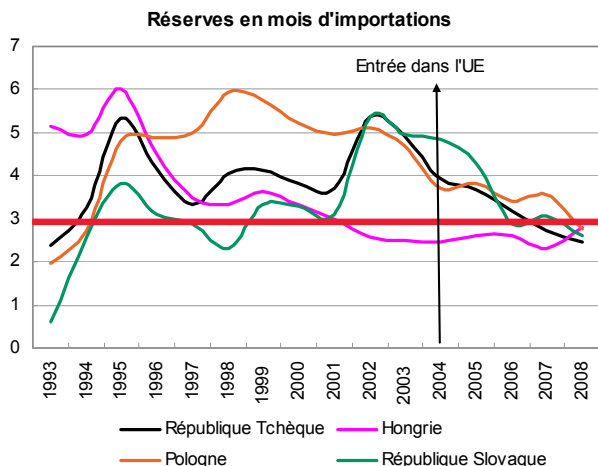
Peu à peu, pour les pays dits développés, les analystes ont donc intégré la possibilité d'un découplage entre le risque de solvabilité et de liquidité, même en situation de surendettement public (ce qui est contraire aux modèles de première génération de crise souveraine). La contrainte de liquidité a été considérée comme statistiquement négligeable, et l'analyse du risque souverain des pays développés s'est surtout concentrée sur une vision historique comparative des revenus et de la charge de la dette, exprimée dans les ratios de soutenabilité. En somme, on compare la richesse à la dette dans un monde sans contrainte à court terme. Or, la crise grecque semble avoir prouvé que l'on a surestimé la capacité des pays développés à créer de la richesse et également sous-estimé leur capacité à créer des inerties financières.

Le contexte global de surliquidité a également accentué l'indifférence des marchés au risque de liquidité sur les pays développés : « la disponibilité croissante de l'épargne globale a rendu les *spreads* de plus en plus dépendants des préférences globales des investisseurs, tandis que les critères spécifiques de risque pays jouaient un rôle beaucoup plus limité » (Kumar, Manmohan S. and Okimoto T., 2010). Finalement, les *spreads* étaient donc peu influencés par les estimations comparées du risque souverain dans les différents pays développés (le « home bias »). Et à même risque, les pays émergents continuaient à payer une prime supplémentaire de « réputation ». La crise de 2009 est en train de renverser cette tendance car la prime sur les émergents se réduit tandis que le « home bias » fait son retour sur certains pays développés – les plus bas dans les ratings. On retrouve sur les *spreads* l'impact du double effet en ciseaux « Chine/Grèce »...

Il est frappant de retrouver dans la crise grecque – mais dans un autre contexte – un refrain que l'on avait déjà entendu au moment de la crise asiatique ou mieux encore, de la crise russe, quand le défaut souverain avait entraîné la faillite du fonds LTCM et l'assèchement de la place de New York : les *ratings* sous-estiment de façon récurrente les risques de liquidité. Le FMI confirme et élargit ce soupçon dans son

dernier rapport sur la stabilité financière mondiale : la dette à court terme « n'est pas un facteur significatif pour déterminer le niveau d'un rating souverain ». Pourtant, toujours selon le FMI, cette même dette à court terme expliquerait près de 30% des mouvements récents dans les *spreads* des CDS sur le souverain¹⁹. Facteur discriminant pour les marchés, donc, mais pas pour les ratings. On touche peut-être là aux limites des modèles « through the cycle »...

Graphique 5. L'entrée dans l'UE provoque une baisse des réserves



Source : Institute of International Finance, Crédit Agricole S.A.

Dans l'UE, cette logique a joué à plein se transformant parfois en une dangereuse mécanique d'aléa moral. Elle a expliqué la convergence des *spreads* pour des pays où le risque souverain était pourtant sensiblement différent et surtout, la réduction progressive du niveau des réserves de change en Europe centrale au moment de l'intégration. La Hongrie par exemple, avait toujours veillé à maintenir un niveau confortable de réserve, ce qui l'a partiellement sauvée au moment de la crise thaïlandaise. Et c'est malheureusement l'approche de l'intégration européenne qui l'incite à relâcher cette discipline. Un effet crédibilité ?

Pourtant, l'analyse du risque de liquidité a évolué au travers des crises, et il a même été déterminant pour façonner les différents modèles théoriques d'analyse. En 1980, il est indissociable de la solvabilité pour les crises de première génération, qui renvoient à des déséquilibres internes structurels et aussi à une lecture de haut en bas de la balance des paiements (les déséquilibres de l'économie réelle entraînent les déséquilibres monétaires). Le risque de liquidité s'autonomise pendant les années 1990 et l'analyse des crises de seconde génération : la crise vient à la fois de zones de fragilités (fiscales ou externes) et de risques systémiques logés dans les secteurs bancaires. On commence alors à lire les balances des paiements de bas en haut (les mouvements monétaires entraînent l'économie réelle). Reste à intégrer dans les *ratings* une mesure de la liquidité comme résultante du risque systémique, qui en est alors l'indicateur avancé...

Et aujourd'hui, que signifie le passage à l'Investment Grade ?

Un article de Standard and Poor's de fin septembre 2009 pose la question suivante : « Pourquoi le rating souverain des pays émergents n'a-t-il pas convergé avec celui des

¹⁹ Ces derniers n'étant pas un bon indicateur du risque de défaut mais plutôt de la « facilité d'accès au marché »

pays du G7 ? ». C'est exactement la même que posent les Chinois. L'agence de rating apporte cinq réponses :

- 1 – une richesse nationale plus forte, un marché du travail plus flexible, une économie plus diversifiée et un marché financier domestique plus profond ;
- 2 – une forte confiance des investisseurs ;
- 3 – une capacité à mener des politiques contra-cycliques ;
- 4 – une possibilité d'emprunter dans sa propre devise ou dans une zone monétaire ;
- 5 – des institutions plus solides capables d'initier des cercles vertueux de développement.

Pour les trois premiers critères, la différence entre les plus grands des émergents et les plus fragiles des pays développés s'estompe progressivement à mesure que se creuse l'écart de croissance entre pays développés et émergents. Les scénarios de « decoupling » de croissance, s'ils venaient à se réaliser, ne feraient qu'accélérer le processus. Quant à la confiance, la crise de 2009 a clairement renforcé les anticipations de type : « mieux vaut un bon émergent qu'un mauvais développé »...

Sur la capacité des pays à utiliser leur budget de façon contracyclique (et donc, sur la capacité des pays à stabiliser leur trajectoire), la crise de 2009 a dessiné des frontières à l'intérieur du groupe des pays émergents : les meilleurs d'entre eux ont acquis une marge de manœuvre budgétaire tandis que la base fiscale des moins développés reste globalement trop étroite pour cela. Néanmoins, cet indicateur est difficile à analyser car l'hétérogénéité reste forte entre les pays émergents, contrairement aux pays développés, assez homogènes sur ce critère (21% en Chine, 38% au Brésil, 22% en Inde et 35% du PIB en Russie pour ne citer que les BRICs...).

Reste le point 5. Celui de la gouvernance. C'est un des sujets sur lesquels l'analyse diverge le plus entre pays développés et émergents. Comment mieux noter la gouvernance, le *track record* et la « willingness to pay » des pays émergents ? Et quelle pondération lui donner dans les ratings, en particulier au moment du passage d'un pays entre le *Speculative* et l'*Investment grade* ? Faut-il surpondérer les critères de gouvernance pour certains pays qui mériteraient l'*Investment Grade* du point de vue de leur solvabilité, mais sans visibilité quant à la solidité de leurs institutions ?

Pour éviter les « biais idéologiques » que les Chinois ne seront pas les seuls à souligner, il faudrait pouvoir mettre en évidence des liens entre le risque systémique et la mauvaise qualité de la gouvernance dans les pays : quels sont les modèles institutionnels qui rendent un pays plus fragile, économiquement ou politiquement, en cas de choc systémique²⁰ ?

Des pays émergents ou en transition ?

A ce stade, trois conclusions émergent :

Le rebrassage des classements dans les ratings souverains entre pays développés et émergents est réel. D'une certaine façon, il a surpris les marchés. Néanmoins, il est limité : les meilleurs des pays développés gardent le privilège de

²⁰ Selon l'agence Fitch, s'il n'y a pas de relation linéaire entre les mesures du risque souverain intégrées dans le rating et le classement final, c'est à cause du caractère multifactoriel de l'analyse mais aussi à cause des facteurs qualitatifs qui influencent la volonté de payer d'un Etat. « Ces influences intangibles expliquent en partie pourquoi les économies avancées sont capables de soutenir une charge de la dette plus élevée : niveau élevé de capital humain, institutions fortes, respect de la loi et des droits de propriété, des systèmes politiques stables mais flexibles capables de répondre aux chocs économiques et sociaux, des économies diversifiées, une flexibilité fiscale... Ces forces sont associées à des ratings plus élevés même si les indicateurs de dette publique et externe sont moins favorables que dans des pays moins bien notés » (Fitch, août 2010).

s'autofinancer et les moins bons des émergents restent déficitaires et sensibles aux chocs externes. Ces nouvelles frontières du risque souverain renvoient à la répartition de l'épargne mondiale : deux tendances se dessinent (qui se retrouvent dans les comptes extérieurs). D'une part, une épargne tendanciellement réduite dans les pays développés (un taux médian à 21% du PIB selon Moody's), mais c'est aussi le groupe qui enregistre la plus forte hétérogénéité entre par exemple la Grèce à 10% et la Norvège à 39%. D'autre part, une scission au sein des pays émergents : un taux élevé sur les catégories de l'*Investment grade* où l'on retrouve les meilleurs des pays émergents (33,4% pour les pays émergents entre A3 et triple A), mais des niveaux d'épargne qui vont en se réduisant à mesure que l'on descend dans les ratings (21% pour les pays situés entre Ba3 et Ba1).

Face à ces nouvelles frontières du risque souverain, il est probable que la stabilité des performances sera plus que jamais le critère clé d'un passage à l'*Investment Grade*. On retrouve indirectement la définition que le FMI a donné des pays émergents. Ce sont tous des pays en transition (A. Mody, 2004) et quel que soit leur niveau de croissance ou de revenus, ils connaissent encore des évolutions structurelles (= transition) dans un domaine au moins, économique, social,

politique ou démographique. C'est sans doute cela qu'il faut arriver à exprimer dans les ratings.

Enfin, on peut anticiper que la divergence entre la notation souveraine et la notation de risque pays va se creuser dans les catégories voisines de l'*Investment Grade*, afin de distinguer deux nouvelles typologies de pays émergents. Il y a les pays dont la contrepartie souveraine est solvable, mais qui disposent aussi d'une bonne notation sur la gouvernance, et d'une trajectoire stable. Dans ce cas, le rating pays sera en phase avec le rating souverain. Mais il y a dorénavant aussi des pays émergents solvables, qui sont moins lisibles en termes de gouvernance, et dont la structure économique reste sensible aux chocs, particulièrement systémiques. Pour un investisseur, la visibilité est donc moindre, et ces réserves s'exprimeront dans le rating pays qui s'écartera alors tendanciellement du rating souverain. ■

Tania SOLLOGOUB

tania.sollogoub@credit-agricole-sa.fr

Bibliographie :

- Baldacci E., Kumar M., 2010, "Fiscal deficits, public debt and sovereign bond yields", *IMF Working Paper*.
- Bulow J., Rogoff K., 1989, "Sovereign debt, is it to forgive ou to forget?", *American Economic Review*.
- Ferri, Giovanni, Lui, Stiglitz, 1999, "The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crises", *Economic Notes*.
- FMI 2010, *Global Financial Stability Report*.
- Flandreau M., 1998, "Caveat emptor: coping with sovereign risk without the multilaterals", *discussion paper N°2004* – CEPR.
- Gautam Setty, Randall Dodd, 2003, "Special Policy Report, Financial Policy Forum: Credit rating agencies, their impact on financial flows to developing countries".
- Kumar M., Manmohan S. and T. Okimoto, 2010, "Dynamics of international integration of government securities markets", *Journal of Banking and Finance*.
- Fitch Sovereign Rating Methodology, août 2010.
- Mody A., 2004, *IMF Working Paper*, "What Is an Emerging Market?"
- Obstfeld M et Rogoff K., 1996, *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.
- Koen V. et van des Noord P., "Fiscal gimmickry in Europe", *OECD Economics Department Working Papers*, OCDE, 2005.
- Reisen H., 2003, "Ratings since the Asian crisis, OECD Development Centre", *WP 214*, OCDE.
- Paget Blanc, Painvin, 2007, *La notation financière*, édition Dunod.
- Reinhart, Carmen M., 2002, "Default, currency crises and sovereign credit ratings", *NBER Working Paper 8738*.
- Roubini N., Manasse P., 2005, "rules of thumb" for sovereign debt crises, *IMF Working Paper*.
- Standard and Poor's, 2009, Ratings direct, "Emerging market sovereign credit: the house shook, but it's still standing".

Directeur de la publication : Jean-Paul Bethèze ; Rédaction en chef : Jean-Paul Bethèze — Jean-Louis Martin
Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure
Crédit Agricole S.A. – Direction des Études Économiques -75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 – 2188 - Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr
Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

Achévé de rédiger le 15 octobre 2010



Les finances publiques des pays émergents : 2^e partie

■ Crises bancaires et dettes publiques : une analyse empirique	1
■ Les fonds souverains, témoins des déséquilibres mondiaux	7
■ Initiative PPTE : moins de dette, et après ?	9

Crises bancaires et dettes publiques : une analyse empirique

La crise financière mondiale a débuté dès l'été 2007 pour un certain nombre de pays émergents. Sa transformation en crise économique pendant l'été 2008 et ses récents développements au début 2010 dans certains pays développés, notamment en Europe de l'Ouest, ont mis en évidence l'interaction forte entre la qualité des systèmes bancaires et l'évolution des dettes publiques. En Ukraine, en Lettonie, mais aussi en Islande, au Royaume-Uni et en Irlande, les États ont dû intervenir pour le sauvetage de leur système bancaire, à un coût élevé pour les finances publiques. L'objet de cette étude est donc, après avoir rappelé les spécificités des systèmes bancaires des pays émergents, d'inventorier dix-huit grandes crises financières qui, depuis 1981, ont eu un impact sur la solvabilité des souverains, et de rappeler que ces crises ont presque toujours été précédées de bulles de crédit et de chocs de change. Une comparaison avec les crises financières récentes dans les pays développés conduit à conclure que leurs causes sont, au final, assez proches de celles constatées dans le passé dans les pays émergents. Enfin, une évolution des méthodologies d'analyse des systèmes bancaires devrait permettre dans le futur, une meilleure anticipation des risques, voire une prévention des crises à venir.

Les spécificités des systèmes bancaires des pays émergents

Les systèmes bancaires des pays émergents possèdent des caractéristiques propres qui les distinguent de ceux des pays développés :

- Alors que l'environnement juridique a beaucoup évolué au cours des années passées avec des lois bancaires souvent récentes et plus proches des standards internationaux, certaines faiblesses structurelles dans la supervision des banques, l'organisation financière du pays (juridique, de marché), ou concernant l'indépendance des Banques centrales subsistent et fragilisent la qualité intrinsèque du système. Une illustration de ces lacunes dans la supervision peut être trouvée dans les « related businesses », ou le financement par des banques d'entreprises sœurs ou d'actionnaires, dans un contexte de systèmes de gestion opaques et d'analyse des risques peu sophistiquée.
- La forte proportion d'actifs en devises étrangères (i.e. fortes) dans les bilans, proportion corrélée au taux de dollarisation ou d'euroïsation de l'économie (Banques d'Europe centrale ou de la CEI). La dollarisation des dépôts, parfois sensiblement inférieure à celle des actifs bancaires, est souvent le corollaire d'une défiance de la population envers la solidité du système ou de la monnaie elle-même.

Des spoliations passées (gel des dépôts, hyperinflation, faillites bancaires, réformes monétaires) sont souvent à l'origine de cette fragilité pouvant générer des retraits massifs de dépôts en cas de perte de confiance envers un établissement. Si cette tendance diminue dans beaucoup d'économies en développement, elle reste assez forte et porteuse de risques dans certains pays (cf. Uruguay en 2002 ou Ukraine en 2009).

- Un risque de liquidité souvent élevé, généré par des dépôts domestiques faibles ou volatils et/ou une dépendance excessive au refinancement international (lignes interbancaires)
- Le poids souvent élevé de l'actionariat étatique, soit parce que les gouvernements locaux ont laissé inachevé le mouvement de privatisation, soit par volonté politique de continuer à maîtriser, à travers le crédit, le développement économique du pays (cas des économies anciennement dirigées de CEI et d'Asie). Ceci implique une politique de crédit souvent orientée en priorité vers des entreprises étatiques et une attention parfois moindre à la rentabilité des actifs ou à la maîtrise des risques.
- Une forte présence de banques étrangères en général issues de pays développés (en Europe centrale, Amérique latine, Afrique, et certains pays d'Asie). C'est d'une part un élément stabilisateur des banques et un facteur d'amélioration de la gestion des risques. Mais cette situation implique aussi



un risque de mise à disposition de la maison-mère, si celle-ci est en difficulté, des ressources de la filiale émergente, ce qui peut aggraver la crise locale (Mexique 2008).

Les caractéristiques ci-dessus expliquent que les taux de prêts non performants sont souvent supérieurs et plus volatils dans ces systèmes bancaires que dans ceux des pays développés, ce qui exige presque toujours un ratio de capitalisation supérieur.

Les crises bancaires et leur impact sur la dette des souverains : un inventaire

Le **tableau 1** ci-dessous présente un certain nombre de grandes crises financières dans les pays émergents, et leurs conséquences sur les dettes souveraines. On a sélectionné les pays émergents qui ont subi une crise financière majeure au cours des 15 à 20 dernières années, avec un boom de crédit avant la crise et, après la crise, une augmentation du ratio de dette publique sur PIB supérieure à 10% en deux ans. Le seuil d'augmentation de la dette publique de 10% en deux ans est suffisamment élevé, quel que soit le pays ou la zone géographique, pour témoigner d'une rupture significative et brutale dans l'évolution financière d'un État et donc assimilé comme tel à une crise. Il garde suffisamment un caractère exceptionnel pour exclure du champ de l'analyse les dérives de la dette souveraine issue d'une mauvaise gestion des ressources publiques (par exemple dérive lente et régulière de la dette publique hongroise depuis 2000).

Les dérapages les plus significatifs de la dette publique associent souvent une crise systémique bancaire et une crise de la balance des paiements. La dépréciation monétaire consécutive à une crise de la balance des paiements est donc intégrée dans le tableau dans une colonne intitulée « effet de change ».

Ont été exclus du champ de l'étude : (i) les pays en développement de petite taille ou très pauvres où le secteur bancaire trop peu développé pour provoquer un choc systémique avec impact grave sur la structure économique du pays (Afrique sub-saharienne par exemple), (ii) les crises du souverain où c'est le défaut du souverain sur sa dette (externe ou locale) qui impacte le système bancaire (Russie 1998, Argentine 2001) et (iii) les cas où les actionnaires ont joué leur rôle pour sauver le système bancaire en difficulté (cas de la surchauffe bancaire en Europe centrale où les pressions pour que les banques occidentales accomplissent leur devoir d'actionnaire ont permis de transférer les déséquilibres au niveau des maisons-mère bancaires pour limiter l'impact sur le souverain, par ex. en Estonie ou en Lituanie) et ceux où des mécanismes de solidarité de place se sont mis en œuvre sans impacts sur les dettes publiques. De même, les dettes publiques qui ont évolué défavorablement en raison de l'impact d'une dépréciation du change sur la partie libellée en dollar, cas de l'impact de la crise asiatique sans déséquilibres bancaires (Brésil 2002, Venezuela 2002, etc.) sont également en dehors de l'étude car non lié à une crise bancaire.

Cette analyse empirique est donc une simple observation des crises passées, avec quatre variables : (i) l'évolution du crédit bancaire avant et après la crise (en points de PIB) ; (ii) la dépréciation du change pendant la crise (en général 1 an) ; (iii) l'évolution du ratio dette publique (D = dette générale gouvernementale) sur PIB avant et après la crise, et (iv) le type d'impact selon que le souverain intervient dans le soutien des banques ou non.

Les crises bancaires dans les pays émergents

L'analyse empirique des crises financières étudiées permet de tracer quelques lignes de force communes :

- Les crises financières sont très souvent précédées d'un boom du crédit quelques années (ou quelques mois) avant la crise, avec une croissance du crédit très nettement supérieure à la croissance économique, signalant ainsi un risque élevé de surendettement des entreprises ou des ménages. L'ampleur du boom de crédit est d'autant plus important que des bulles spéculatives (surévaluation de la valeur des actifs boursiers ou immobiliers dans un marché « euphorique ») sont en cours de constitution (Indonésie, Philippines), ou que les autorités de tutelle sont défaillantes (Kazakhstan, Ukraine) ou les deux combinés. L'éclatement de ces bulles est toujours suivi d'une forte hausse des créances douteuses et litigieuses (CDL) lors du retournement de cycle.

- La question de la liquidité (précarité des refinancements externes, à CT et volatils) est très souvent l'élément déclencheur de la crise. En revanche, les crises bancaires systémiques générées par un retrait massif des déposants restent rares (Uruguay 2002) et frappent plutôt des établissements spécifiques.

- La fragilité intrinsèque du système bancaire, i.e. soit de l'environnement (contrôle défaillant, gouvernance douteuse, marchés inorganisés), de la culture bancaire (professionnalisme médiocre et mauvaises anticipations des retournements de cycle), ou des banques elles-mêmes (sous capitalisation, mauvaise politique de crédit, liquidité problématique, faible transparence des actionnariats), n'est pas en elle-même génératrice de crise mais accentue significativement le choc lorsqu'il survient (crise asiatique, Amérique latine, Kazakhstan, Ukraine).

- Les crises sont, dans la plupart des cas étudiés (14 sur 18 crises), génératrices d'un risque systémique. Dès lors, l'État est donc contraint à être le prêteur en dernier ressort voire le sauveteur ultime d'une banque ou d'un groupe de banques en difficulté. En cas de risque systémique, les moyens de l'éviter ou d'en atténuer les effets existent mais sont peu efficaces lorsque les crédits sur PIB augmentent de plus de 30 points de PIB sur une période courte (2 ou 3 ans) et qu'ils atteignent voire dépassent les 100% du PIB (un ratio considérable pour des pays en développement). Contraindre l'actionnaire à son devoir de soutien est une solution (cf. crise récente en Europe centrale ou dans les pays baltes) mais elle reste limitée par l'implication souvent élevée de l'État dans l'actionariat des banques. Le choix de certains pays de ne pas soutenir des banques en faillite lorsque le risque systémique n'est pas en jeu (Indonésie, Kazakhstan) est toujours dommageable en termes d'image et de retour à l'accès des marchés de capitaux internationaux.

- Après la crise, le boom de crédit est généralement suivi d'un *credit crunch*, qu'il soit volontaire (désendettement des entreprises ou des ménages surendettés) ou subi (fuite des capitaux spéculatifs). Il accentue les effets récessifs sur l'économie et en retarde le redressement. La sortie de crise est d'autant plus rapide que l'assainissement du bilan des banques et leur recapitalisation est efficace et vigoureuse (plans de défaisance). Ne pas le faire empêche le retour du crédit, retarde la reprise économique et la diminution de l'endettement public par une croissance atone ou inférieure à son potentiel. Certains pays peuvent faire le choix d'un contrôle des capitaux à l'entrée pour prévenir l'apparition de nouvelles bulles spéculatives.

Tableau 1. Crises bancaires et dette publique dans les pays émergents : quelques exemples emblématiques

PAYS	Année de la crise	Boom du crédit avant crise (pt PIB)	Réduc. du crédit post crise (pt PIB)	DP/PIB avant crise (%)	DP/PIB après crise (%)	Effet de change	Type d'impact	Commentaires
Chili	1981-1984	n.d.	-10	n.d.	n.d.	Très fort et durable (-56%)	Direct et indirect	Après un mouvement de privatisation dans les années 70, la défaillance du système bancaire chilien dans les années 80 par manque de contrôle central, dérive du crédit et matérialisation du risque de change a rendu nécessaire un soutien inconditionnel de l'Etat (nationalisation de 8 banques), à un coût pour les finances publiques estimé à environ 40% du PIB.
Mexique	1994	24	-16	25	41	Très fort et durable (-56%)	Direct et indirect	Le système bancaire mexicain, largement privatisé entre 1991 et 1992, a été laissé sans une supervision adéquate, en position de financements liés (related parties) et largement en risque de change. Il a donc pris de plein fouet la crise du peso en 1994. L'Etat n'a pas nationalisé les banques mais un programme de recapitalisation a été mis en place. L'impact sur la dette publique est resté modéré et plus lié au choc de change (tesobonos peggés au dollar) qu'au soutien aux banques (dont le coût a cependant été significatif).
Thaïlande	1997	>32	-78	14	54	Fort et durable (-38%)	Direct et indirect	Combinaison d'une crise de change après une sortie du peg au dollar US et d'une crise systémique bancaire (dépendance excessive des banques au refinancement international et mismatch de devises dans leur bilan) précédée d'un boom du crédit lié à une bulle immobilière, une transparence limitée et une défaillance des contrôles. L'Etat n'a pas pu sauver son système bancaire (défaut et restructuration de Krung Thai Bank avec abandon de créance de 75%). La dette publique explose à la suite de cette crise majeure.
Philippines	1997	60	-50	56	66	Fort et durable (-35%)	Direct et indirect	Contagion de la crise asiatique combinant une crise de change (sortie du peg au dollar US) et d'une crise systémique bancaire issue du financement d'une bulle spéculative de crédit, notamment immobilière avec une dépendance excessive des banques au refinancement international. La dette publique dérape malgré une restructuration de la dette privée.
Indonésie	1998	83	-104	25	92	Très fort et durable (-82%)	Direct et indirect	Victime de la contagion de la crise asiatique, le boom du crédit, notamment dans le secteur immobilier, est constaté avant la crise. La mauvaise gouvernance du régime politique, la faillite des banques, la dépréciation très brutale du change aboutit à une crise majeure allant jusqu'au défaut souverain et aux restructurations (club de Paris et Londres). La dette publique en dollar s'envole (100% du PIB en 2000).
Equateur	1998	n.d.	n.d.	72	120	Très fort et durable (-76%)	Direct et indirect	La crise de 1998 en Equateur s'est matérialisée par une contagion de la crise asiatique (chute des cours du pétrole) ayant provoqué une très forte dépréciation du change, une récession sévère, une crise bancaire majeure, un coût élevé du soutien aux banques en difficulté et finalement un défaut sur la dette souveraine. Après restructuration, le ratio dette sur PIB se réduit à 66%. L'Equateur dollarise alors son économie par l'adoption d'un régime de change fixe au dollar US qui reste toujours en vigueur en 2010.
Jamaïque	1998	12	-19	100	150	Fort et durable (-30%)	Direct et indirect	L'effondrement du secteur bancaire dans les années 1996-1997, peu régulé, dollarisé dans un contexte de surévaluation monétaire, et affecté par un risque de taux élevé a fortement impacté (par le coût de son sauvetage i.e. environ 30% du PIB) la dette publique, déjà à un niveau élevé en raison d'une politique fiscale laxiste et de graves lacunes de gouvernance publique. Le défaut souverain (Clubs de Londres et de Paris) était inévitable.
Brésil	1998	12	-10	40	61	Fort et durable (-40%)	Néant	L'évolution défavorable de la dette publique entre 1997 et 1999 n'est pas liée à une crise bancaire mais à une forte dépréciation du real et à l'importance de la dette souveraine en devises. Une légère surchauffe bancaire est toutefois constatée mais dans le cadre d'un secteur sain et réactif en période de forte inflation.
Corée du Sud	1998	16	0	13	20	Fort et temporaire (-50%)	Néant	La Corée a vécu, lors de la crise asiatique, la combinaison d'une crise de surendettement externe des entreprises (qui s'est observée par une légère surchauffe dans le secteur bancaire) et d'un mauvais profil de remboursement de la dette externe sans impact majeur sur la dette publique toutefois (les banques en faillites ont été nationalisées et revendues à des étrangers). Le choc de change est resté limité dans le temps. Pas de credit crunch en raison d'une réorientation des prêts bancaires vers les particuliers au détriment des entreprises.
Chine	2001-2003	28	-20	17	19	néant	Néant	Le système bancaire chinois est presque totalement étatisé au début des années 2000. Les banques publiques appliquent une politique de crédit d'un pays sous économie administrée en orientant 80% des prêts vers les entreprises étatiques dans un rôle plus social qu'économique. La taille colossale des prêts non performants (50% du total soit environ 4 fois les fonds propres, 40% du PIB et 100% de la dette externe) est absorbée dans la durée sans hausse officielle et visible de la dette publique lors d'opérations de défaisance d'ampleur nationale (1999 et 2003).

Sources : BRI, Moody's, EIU, Eurostat, données Banques centrales, Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Tableau 1. Crises bancaires et dette publique dans les pays émergents : quelques exemples emblématiques (suite)

PAYS	Année de la crise	Boom du crédit avant crise (pt PIB)	Réduc. du crédit post crise (pt PIB)	DP/PIB avant crise (%)	DP/PIB après crise (%)	Effet de change	Type d'impact	Commentaires
Turquie	2000	31	-30	40	78	Très fort et durable (-67%)	Direct et indirect	A la fin des années 90, le système bancaire turc, d'un niveau de gouvernance faible, a assis une grande partie de sa rentabilité sur le différentiel de taux de rémunération entre la livre turque et le dollar (compte de capital ouvert). La spéculation contre la livre a abouti à une crise bancaire systémique puis à une crise de change majeure ayant obligé l'Etat à assurer la recapitalisation des banques. Dix ans après la crise, le ratio dette publique sur PIB est toujours supérieur de 6% à celui d'avant crise.
Uruguay	2002	70	-64	34	84	Fort et durable (-50%)	Direct	« Coffre-fort » du sud de l'Amérique latine, le système bancaire uruguayen collectait massivement les dépôts argentins en USD jusqu'à la crise argentine de 2001. Les déposants y ont effectué des retraits massifs, provoquant une crise de liquidité majeure, notamment dans les banques publiques. La restructuration des dépôts en USD et le coût du soutien aux banques publiques ont eu un impact direct sur la dette du souverain qui en souffre encore 9 ans plus tard (dette publique/PIB : 39% en 2009 pour 27% en 2000).
République Dominicaine	2003	29	-26	18	56	Fort et assez durable (-67%)	direct	Des fraudes de plusieurs centaines de millions de dollars dans la principale banque du pays, une dollarisation excessive du secteur bancaire et une ruée sur les dépôts bancaires a abouti au défaut et à la restructuration de la dette souveraine. L'impact reste limité en termes de dette publique sur PIB en raison de la restructuration.
Kazakhstan	2008	39	-38	5	9	Modéré, tardif et durable (-20%)	Image	La croissance non maîtrisée des actifs du secteur bancaire et le dérapage incontrôlé de la dette externe des banques de 2005 à 2007, assortis de sous-capitalisations, d'une liquidité médiocre, de fraudes internes et de défaillance dans la supervision ont abouti à la faillite de 4 établissements financiers début 2009, dont deux majeurs. Non soutenus pas l'Etat, en dépit de ses engagements (il était même parfois actionnaire). Impact minime sur la dette publique, l'Etat n'ayant pas joué son rôle de prêteur en dernier ressort malgré la disponibilité de ressources. L'image du souverain en a été affectée. La dévaluation du tengue est intervenue par la suite. La très médiocre qualité des banques mérite toujours une surveillance vigilante.
Russie	2008	16	n.d.	5	8	Fort et temporaire (-29%)	Néant	Le soutien apporté aux banques par le souverain russe lors de la crise de 2008-2009 s'est réalisé sous la forme de liquidités injectées par la Banque centrale sur le marché interbancaire pour atténuer les tensions de marché. Certaines banques publiques sont intervenues directement pour sauver des banques en difficulté ou pour saisir des opportunités de croissance. L'Etat russe a fait le choix d'utiliser une partie des ressources du Fonds de réserve (-100 Mds USD entre 2008 et 2010) pour ce soutien en liquidité plus qu'en fonds propres et donc sans impact sur la dette publique. L'évolution des CDL mérite une attention particulière.
Lettonie	2009	50	En cours	9	47	Aucun	Direct et indirect	Les déséquilibres macro-économiques de la Lettonie ont eu pour origine une surchauffe dans le système bancaire et un accroissement insoutenable de la dette externe, très majoritairement portée par les banques, et ayant entraîné la plus forte récession des pays émergents en 2009. L'accroissement des déficits budgétaires issus de la crise (plan de réduction des dépenses vigoureux mais insuffisant pour compenser les déficits fiscaux) et le coût du soutien à la deuxième plus grande banque du pays en difficulté (Parex Bank, soit 7% du budget) explique le dérapage de la dette publique entre 2007 et 2010. Le credit crunch post crise est en cours.
Lituanie	2009	35	En cours	15	37	Aucun	Indirect	Comme en Lettonie, une surchauffe dans le système bancaire et une explosion de la dette externe portée par les banques ont entraîné un surendettement des entreprises et des ménages, aboutissant à une récession brutale et à une forte détérioration de la qualité des actifs bancaires. L'impact de la crise sur l'augmentation de la dette publique est indirect dans la mesure où les actionnaires étrangers des banques ont soutenu leurs filiales en difficulté. Le credit crunch est toujours en cours fin 2010.
Ukraine	2009	49	En cours	13	35	Fort et durable (-37%)	Direct et indirect	Élément explicatif parmi d'autres de la crise violente qui a frappé l'Ukraine en 2009, la vulnérabilité du système bancaire (1/3 public et 2/3 privé début 2008) a majoritairement participé au dérapage de la dette publique. Caractérisé par une capitalisation et une liquidité médiocres, une forte dollarisation des actifs, une dépendance au refinancement international, une surchauffe en 2008, un run sur les dépôts (Prominvestbank) et une profonde détérioration de la qualité des actifs après la dévaluation de la monnaie locale. 24 banques ont été mises sous administration en 2009 et en partie recapitalisées sous forme de titres d'Etat impactant directement l'endettement du souverain, les craintes de monétisation des déficits publics se sont apaisées depuis la nomination d'un nouveau gouvernement. Le credit crunch est en cours et la vigilance toujours de mise.

Sources : BRI, Moody's, EIU, Eurostat, données Banques centrales, Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Tableau 2. Crises bancaires et dette publique dans les pays développés : quelques exemples emblématiques

PAYS	Année de la crise	Boom du crédit avant crise (pt PIB)	Réduc. du crédit post crise (pt PIB)	DP/PIB avant crise (%)	DP/PIB après crise (%)	Effet de change	Type d'impact	Commentaires
Norvège	1991	66	-38	28	41	Faible et durable (-11%)	Direct et indirect	La récession et la crise financière de la fin des années 80 et début 90 a fortement affecté le secteur financier norvégien et provoqué la faillite de Christiana Bank, nationalisée en 1991. Une très forte hausse du crédit a été constatée avant la crise.
Suède	1991	46	-35	44	72	Moyen et durable (-19%)	Direct et indirect	La récession du début des années 90 a été exacerbée en Suède par les déséquilibres du secteur financier ayant abouti au soutien direct par l'Etat de trois banques majeures en grande difficulté financière (dont Gota Bank). La crise du secteur financier est liée à une bulle de crédit et un surendettement massif. L'impact sur la dette publique est fort et brutal en l'absence de remise en cause immédiate des normes généreuses de l'Etat providence suédois.
Islande	2008	260	En cours	28	145	Très fort et durable (-53%)	Direct et indirect	Fortement impliqué dans le financement des crédits <i>subprime</i> US, le système bancaire islandais a connu une explosion des crédits allant jusqu'à 400% du PIB du pays, une hypertrophie hautement spéculative du secteur financier. La défaillance systémique des banques islandaises et d'Icebank en particulier a été contenue par un soutien partiel de l'Etat, mais sans empêcher une forte dépréciation de la couronne islandaise (53%) suite au défaut des banques. L'explosion de la dette publique et le traitement de la faillite d'Icebank envers ses créanciers européens reste un sujet central du risque pays, non résolu à ce jour.
Irlande	2008	120	En cours	25	64	Néant	Direct et indirect	Les financements conjoints d'une frénésie immobilière domestique et d'investissements spéculatifs externes (immobilier à l'étranger) au cours des années 2000 a abouti à un surendettement massif des ménages (le double de la moyenne de l'UE), la création d'une bulle immobilière et boursière et à une hypertrophie du secteur financier et de son refinancement externe. La défaillance d'Anglo-Irish Bank, banque très exposée au secteur immobilier et les difficultés financières des autres soutenues massivement par l'Etat (nationalisations et recapitalisations) expliquent l'explosion de la dette souveraine. La dynamique de l'endettement public reste incertaine fin 2010.
Royaume-Uni	2008	68	En cours	45	68	Moyen	Direct et indirect	La très forte exposition du système bancaire britannique aux crédits <i>subprimes</i> US et aux dérivés de crédit toxiques conjointement au financement d'une bulle immobilière domestique a provoqué une ruée sur les dépôts dès sept. 2007 (Northern Rock) et a nécessité la nationalisation et recapitalisation de larges pans du système bancaire. Le coût pour les finances publiques, tant en direct (soutien aux banques) qu'indirect (récession) est encore évolutif.

Sources : BRI, Moody's, EIU, Eurostat, données Banques centrales, Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Risque systémique

Le risque systémique est le phénomène par lequel les réactions rationnelles des intervenants d'un système à un risque individuel et identifié conduisent à élever l'insécurité générale au point d'entraîner la défaillance du système dans son ensemble¹.

Dans la sphère financière, le risque systémique se matérialise lorsqu'une crise de confiance ou de liquidité se propage sur un marché financier. La crise de confiance peut être générée par des faits réels ou perçus comme tels (crise auto-réalisatrice en cas de transparence limitée et d'informations incomplètes). L'événement déclencheur est généralement brutal et inattendu (faillite d'un acteur majeur du système).

Le risque systémique ultime serait la défaillance en chaîne de tous les établissements financiers d'un pays, d'un groupe de pays voire d'une grande partie du monde en raison de la large interdépendance financière des intervenants.

1. Cf. « Macroéconomie Financière » de M. Aglietta ; Ed. La Découverte

L'augmentation des dettes publiques sur PIB est exacerbée par deux phénomènes corollaires à la crise :

- Le souverain doit soutenir en direct son secteur bancaire par nationalisation et/ou recapitalisation des banques défaillantes alors qu'il subit l'impact d'une crise de l'économie réelle sur les finances publiques. Ce double choc peut aboutir, en plus des défaillances micro-économiques ou systémiques, à des défauts souverains (crises latino-américaines).
- Un choc de change significatif et durable accentue la dérive des finances publiques, surtout dans les économies fortement dollarisées avec des dettes souveraines majoritairement libellées en devises fortes (crise asiatique de 1997-1998, crises en Amérique latine, cf. pays où la dette publique progresse de plus de 40% du PIB).

Les crises bancaires dans les pays développés

Pour les pays développés, les booms de crédit précédant les crises et les replis post-crisis sont assez similaires dans leur ampleur à ceux constatés sur les pays émergents. La requalification des hors bilans sur des dérivés de crédits en postes de bilan a toutefois pu avoir un impact significatif sur le ratio crédit / PIB pour la crise de 2008-2009. L'impact du soutien, essentiellement en fonds propres, aux secteurs bancaires en difficulté est très significatif et les impacts sur la dette publique s'avèrent finalement assez proches dans la crise de 2008-2009 de ceux constatés sur les pays émergents lors des crises des années 80 et 90. On notera également que les pays développés, comme les pays émergents, ne sont pas immunisés contre des chocs de change en cas de déséquilibre significatif de la balance des paiements (Islande) et qu'une dépréciation de la monnaie locale exacerbe généralement² la dérive de la dette souveraine même lorsque celle-ci est principalement libellée en monnaie locale (effet sur les emprunteurs privés et choc en retour sur le souverain).

Quelles évolutions pour les méthodologies d'analyse du risque bancaire ?

Les méthodologies d'analyse des systèmes bancaires établies par les agences de rating ou les organismes de contrôle nationaux ou multilatéraux ont évolué en fonction des crises financières successives qui frappent le monde.

La crise asiatique de 1997 avait vu apparaître une meilleure prise en compte du risque de surendettement des acteurs privés (entreprises, particuliers), de la vulnérabilité aux chocs de change et du risque de contagion (Fitch, S&P). La crise argentine et ses répercussions en Uruguay et au Brésil ont conduit à la prise en compte du ratio de dollarisation des dépôts comme un facteur de fragilité (Moody's). Le risque systémique bancaire est normé et mieux pris en compte à partir du milieu des années 2000 (suite à la crise LTCM de 2003).

Les crises bancaires que nous vivons dans le futur prendront sans doute d'autres formes ou auront d'autres origines que celles que nous avons connues dans le passé, et vont nécessiter une adaptation des outils d'analyse pour capter ces nouvelles formes de risque.

De nouvelles évolutions des méthodologies d'analyse vont donc être développées, tant pour les pays « émergents » que pour les pays « développés ». Elles devront traiter les points suivants :

- Une analyse beaucoup plus approfondie des risques potentiels générés par les hors-bilans des banques, les défaillances en termes de transparence et de pondération des risques sous-jacents constituant le cœur de l'analyse.
- Une pondération plus forte du risque de liquidité, notamment dans sa composante externe (refinancement international). La composante interne (retrait des dépôts en devises suite à une crise ; ex. Argentine et Uruguay) semble au contraire légèrement surpondérée car elle ne s'applique généralement qu'à des cas rares, individuels et identifiés.
- Une extension de la notion de risque systémique à l'ensemble du monde et non plus cantonnée à des pays ou des groupes de pays, avec une meilleure prise en compte des interactions avec les véhicules de gestion collective (fonds, compagnies d'assurance vie).
- Une attention plus grande à la question des bulles spéculatives, à la qualité des structures de financement (notamment immobilier, comme les financements en devises étrangères « fortes » ; cf. Europe centrale), et à la pro-cyclicité des politiques de crédit (voire des normes comptables).
- Une révision de la « frontière » implicite entre pays dits « développés » et pays dits « émergents », au moins dans l'analyse du risque systémique bancaire ; les similitudes entre la crise financière et économique que nous vivons depuis trois ans avec celles des pays émergents des décennies passées montrent l'intérêt de rapprocher les deux grilles d'analyse. ■

Olivier Le Cabellec

olivier.lecabellec@credit-agricole-sa.fr

² États-Unis excepté compte tenu du rôle du dollar dans l'économie mondiale, Zone euro moins concerné également.

Les fonds souverains, témoins des déséquilibres mondiaux

Le nombre et la taille des véhicules d'épargne et d'investissement mis en place par des États ont considérablement augmenté au cours des dernières années. On appelle certains de ces véhicules, aux caractéristiques et aux stratégies diverses, des fonds souverains. Ils illustrent la montée des réserves en devises de certains pays et l'intérêt croissant de ceux-ci à les placer de manière plus lucrative.

Fonds souverains, de quoi parle-t-on ?

Il existe de nombreux véhicules d'investissement contrôlés par des États. Ils sont souvent abondés par les surplus de la balance des paiements, des surplus budgétaires, des recettes de privatisation, ou des recettes d'exportation de matières premières. En dehors de leurs horizons d'investissement relativement longs, les véhicules d'investissement souverains ont peu de points communs. Ils sont hétérogènes dans leurs stratégies, statuts et mandats, et le peu de transparence de nombre d'entre eux rend difficile une analyse précise de leurs activités. Au niveau international, il n'existe d'ailleurs pas de définition homogène de ce qu'est un fonds souverain. Pour le département du Trésor américain, ce sont des fonds « financés par des réserves en devises et gérés séparément ». Pour l'OCDE, un fonds souverain est « un pool d'actifs possédé et géré directement ou pas par un gouvernement pour atteindre des objectifs nationaux ».

Véhicules d'investissement souverains (2009)	
Fonds souverains - fonds de stabilisation - fonds d'investissement/réserve	3 800 mds \$
Réserves officielles des banques centrales	6 300 mds \$
Autres - fonds de développement - fonds de pensions - entreprises publiques, ...	6 500 mds \$
<i>Source : IFLS, FMI, OCDE, Crédit Agricole S.A.</i>	

Enfin, le FMI considère que ce sont des « fonds publics répondants à divers objectifs macroéconomiques », une définition très large qui inclurait de très nombreux véhicules d'investissement ou d'épargne publics. Certains de ces véhicules sont constitués en fonds d'investissement, d'autres en fonds de pension, ou en fonds de stabilisation. Certaines banques centrales, banques publiques et même quelques entreprises peuvent aussi jouer ce rôle si leur gouvernement le souhaite.

Il est néanmoins généralement admis qu'il existe trois caractéristiques qui différencient un fonds souverain d'un autre véhicule d'épargne ou d'investissement public. Le fonds souverain ne doit (i) pas être lié par des obligations de déboursements préétablies (en dehors d'obligations internes au secteur public), (ii) il ne doit pas avoir d'obligations vis-à-vis de particuliers, et (iii) il doit être soumis à la volonté du gouvernement. Ces limitations permettent d'éliminer de la définition la plupart des fonds de pensions¹, la quasi-totalité des réserves de banques centrales qui sont affectées à des objectifs classiques liés à la balance des paiements ou à la politique monétaire, ainsi que les banques et entreprises publiques.

¹ Fonds de retraite de fonctionnaires ou d'autres fonds aux obligations de déboursements préétablies. Une partie des actifs de certains fonds de pension répond à ces conditions et peut alors être considérée comme un fonds souverain.

Principaux fonds souverains (fin 2009)			
	Fonds sous gestion (Mds \$)	Pays	Source des fonds
Abu Dhabi Investment Authority	627	U.A.E.	Mat. premières
Government pension fund	445	Norvège	Mat. premières
SAMA Foreign Holdings	431	Arabie Saoudite	Mat. premières
SAFE inv. Compagny	347	Chine	Autre
China Investment Corporation	289	Chine	Autre
Government of Singapour Invest. Corporation	248	Singapour	Autre
Kuwait Investment Authority	203	Koweït	Mat. premières
National Welfare fund	168	Russie	Mat. premières
National Security Fund	147	Chine	Autre
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	Chine (H-K)	Autre
Temasek Holdings	122	Singapour	Autre
Libyan Investment Authority	70	Libye	Mat. premières
Qatar Investment Authority	65	Qatar	Mat. premières
Australian Future Fund	49	Australie	Autre
Revenue Regulation Fund	47	Algérie	Mat. premières
Autres	402		
Total	3800		

Source : SWF institute, IFSL, Crédit Agricole S.A.

Ce sont donc le plus souvent des fonds de stabilisation ou d'investissement qui seront considérés comme des fonds souverains. Ces fonds géraient conjointement près de 4 000 mds USD en 2009. Leurs objectifs restent très divers et peuvent évoluer dans le temps. Il peut s'agir de stabiliser des revenus liés à une source volatile, d'obtenir un rendement supérieur à celui des réserves de change traditionnelles, de participer à une politique de stérilisation monétaire, de préserver l'épargne pour les générations futures ou encore de financer des projets de développement économique ou sociaux. Ils peuvent aussi quelquefois jouer des rôles de stabilisateurs macroéconomiques exceptionnels : de prêteurs en dernier ressort, ou encore pour des transferts exceptionnels au budget de l'État ou à la banque centrale.

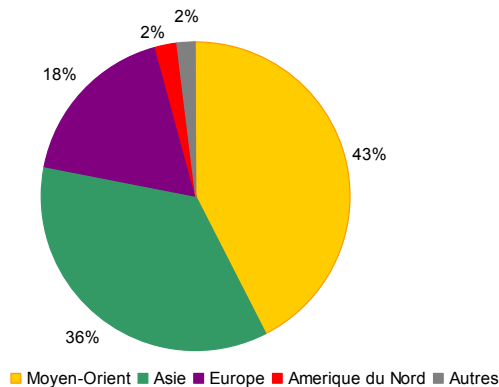
Que pèsent les fonds souverains ?²

Leur taille globale (près de 4 000 mds USD) place les fonds souverains largement devant les *hedge funds* (1 500 mds USD), mais loin derrière les fonds gérés par des investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pensions, qui atteignent plus de 53 000 mds USD en 2009.

² L'essentiel des données utilisées proviennent des sources suivantes :
- IFSL research : « Sovereign Wealth Funds 2010 » - www.ifsl.org.uk
- Deutschebank research : « SWFs and foreign investment policies - an update » - www.dbresearch.com
- Morgan Stanley – « How Big Could Sovereign Wealth Funds be by 2015 ». - www.imf.org
- Sovereign Wealth Fund Institute - www.swfinstitute.org
- Global Insight : « Sovereign Wealth Fund Tracker », 2008.

Mais au-delà de leur taille relative, c'est leur taux de croissance de plus de 20% par an depuis cinq ans qui interpelle le plus. Certaines projections, pourtant conservatrices, prévoient qu'ils atteindront entre 11 et 18 000 mds USD en 2019. Les fonds souverains asiatiques sont ceux qui connaissent la plus forte croissance. Ils pesaient plus du tiers du total des actifs détenus par des fonds souverains en 2009, contre seulement le quart en 2000. Il est prévu qu'ils dépassent rapidement le poids des fonds pétroliers.

Actifs des fonds souverains : 3 800 mds de \$



La puissance financière des fonds souverains est d'autant plus importante que leur endettement est aujourd'hui quasi nul et qu'ils se financent à bon compte³. Ils disposent ainsi d'une grande agilité dans leurs investissements, ce qui en fait des investisseurs importants, mais aussi courtisés pour leur profil de long terme.

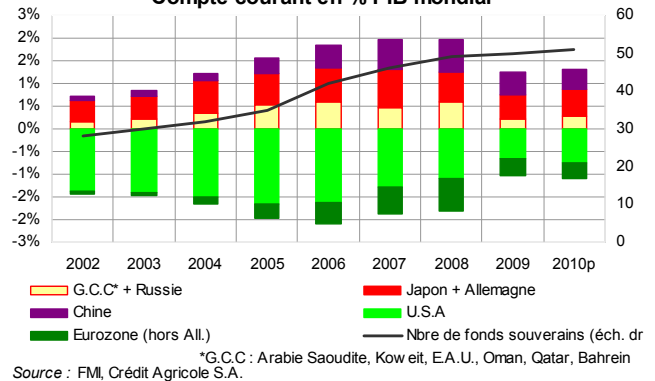
La principale région bénéficiaire des investissements des fonds souverains est l'Asie (33% du total), suivie de l'Union européenne (30%) puis des États-Unis (20%). Le Moyen-Orient, l'Afrique et l'Amérique du Sud pèsent conjointement moins de 10% du total des investissements reçus.

Des témoins des déséquilibres macroéconomiques mondiaux

La constitution et la croissance des fonds souverains sont directement liées à l'aggravation des déséquilibres macroéconomiques globaux au cours des dernières années. Les pays dotés de fonds souverains génèrent pour la plupart des excédents courants importants et, lorsqu'ils atteignent un certain point, leur immobilisation à la Banque centrale pour des besoins classiques (tels que la défense du taux de change ou la recherche de liquidité) se justifie moins. Certains États ont donc cherché à placer, à travers un fonds souverain, ces excédents dans des actifs plus rentables que ceux habituellement détenus par les banques centrales (devises en cash et bons du trésor notamment), par exemple des actions ou obligations d'entreprises, des biens immobiliers ou des matières premières.

³ Etant abondés par les réserves en devises des banques centrales, leur coût marginal est au taux rémunérant les dépôts en devises à la banque centrale.

Compte courant en % PIB mondial



La Chine illustre bien les raisons qui poussent plusieurs grands exportateurs à créer des fonds souverains. La stratégie chinoise de croissance par l'exportation (qui s'appuie notamment sur le bas niveau des salaires domestiques et sur des restrictions à l'appréciation de sa monnaie) se traduit par une entrée massive de devises. Les réserves chinoises atteignaient ainsi 2 650 mds USD fin septembre 2010. La Banque centrale mène donc, pour stabiliser le taux de change, une politique de stérilisation qui a l'inconvénient d'accélérer la croissance de la masse monétaire et de générer de l'inflation⁴. Cette pression inflationniste incite en retour les autorités à maintenir encore davantage de devises hors du pays. C'est l'une des raisons qui a conduit à la création de la *Chinese Investment Corporation* (CIC) en 2007.

Pour les pays du Moyen-Orient, qui ont des économies domestiques peu diversifiées⁵, c'est principalement l'étroitesse de leurs économies qui conduit leurs fonds à investir plutôt sur les marchés internationaux que sur leurs marchés domestiques où ils n'orientent en moyenne que 20% de leurs investissements⁶.

La croissance du rôle de ces fonds dans la gestion des réserves aura un effet sur la composition des réserves en devises. En effet, les fonds souverains n'ayant pas la même allocation de leurs capitaux qu'une banque centrale classique, ils tendent à délaissier les titres financiers publics notés AAA des pays occidentaux, trop peu rentables, pour investir davantage dans des actions ou des actifs alternatifs.

Leurs objectifs de rendements plus élevés devraient ainsi aboutir à terme à orienter moins de liquidités vers les bons du Trésor américains, au profit de placements en Europe et dans les émergents notamment. Cette stratégie rejoint celle de leurs autorités monétaires : d'importants détenteurs de dollars américains, qu'ils soient en excédents commerciaux avec les États-Unis ou exportateurs de matières premières, ont déjà laissé entendre qu'ils souhaitent, à terme, diversifier davantage leurs réserves en devises. C'est le cas des pays exportateurs de pétrole, mais plus encore de la Chine qui est devenue le premier créancier des États-Unis

⁴ Celle-ci a atteint un record à 6,6% en 2007. Le même phénomène s'observe dans le Golfe Persique, où la plupart des monnaies sont liées par une parité fixe au dollar US.

⁵ Les pays du Moyen-Orient représentent 43% du poids des fonds souverains, mais moins de 6% du PIB mondial. De plus étant d'importants exportateurs de pétrole, ils n'investissent pas ou très peu dans les secteurs pétroliers ou dans les pays émergents où ce secteur est important, par souci de diversification des risques.

⁶ Mais ce faible niveau d'investissement domestique est aussi lié, comme en Chine, au souci de protéger leurs économies d'afflux disproportionnés de capitaux et de pressions inflationnistes supplémentaires. Une autre motivation peut être liée à des objectifs de diversification : par leurs investissements, les fonds souverains peuvent favoriser les transferts de compétences vers des secteurs domestiques. Cela peut avoir été l'une des raisons motivant les investissements réalisés dans le secteur bancaire occidental durant la crise financière de 2008.

en détenant 900 mds USD d'obligations publiques américaines.

Des limites à la croissance des fonds souverains

Il pourrait cependant être difficile pour la Chine de maintenir dans le futur le même rythme d'accumulation de ses réserves. Le nécessaire rééquilibrage de son économie, des exportations vers la consommation intérieure, permettra à terme de transférer davantage de richesse aux ménages, mais finira par réduire l'excédent commercial chinois. Ce processus devrait cependant être très lent, sauf improbable conflit commercial entre la Chine et les États-Unis. Toujours à long terme, les nouveaux besoins de financement chinois, liés au vieillissement de la population ou à la protection de l'environnement, vont aussi contribuer à modérer ses excédents et à réduire le rythme de croissance de ses fonds souverains.

A beaucoup plus court terme, des pressions existent déjà pour que Pékin réévalue sa monnaie. Les réticences chinoises pourraient provoquer des réactions protectionnistes diverses, comme par exemple la mise en place de barrières sur les entrées de capitaux originaires de Chine, ce qui modifierait le rythme de croissance des fonds souverains et surtout l'orientation de leurs investissements. Ce risque protectionniste

est déjà une contrainte pour certains fonds souverains : on a vu ces dernières années certains pays développés s'opposer à l'entrée de fonds souverains de pays émergents dans des entreprises ou projets considérés comme « stratégiques ». Parmi les pays pétroliers, plusieurs sont soumis à une forte pression démographique. Ainsi l'Algérie, qui doit faire face à un taux de chômage élevé, doit réaliser des investissements massifs en infrastructures (l'État a déjà engagé 130 mds USD sur 2010-2014) et soutenir la création d'emplois : ses excédents seront donc sans doute moindres qu'aujourd'hui. De même, en Arabie Saoudite, l'État est engagé dans un programme de dépenses pour un montant estimé à 400 mds USD. Les raisons sont là aussi démographiques : la population devrait doubler d'ici vingt ans et les besoins d'infrastructures et de diversification sont immenses. Ces deux pays se défendent d'ailleurs de posséder un fonds souverain et suivent une logique plus discrète⁷, qui s'explique sans doute en partie par la conscience de la montée de leurs besoins, et peut-être de la fragilité de leur épargne basée sur des prix du pétrole volatiles. ■

Riadh El-Hafdh

riadh.el-hafdh@credit-agricole-sa.fr

⁷ Aucun des fonds souverains de ces deux pays n'a par exemple investi dans des actions bancaires durant la crise financière, contrairement à de nombreux autres fonds souverains du Moyen-Orient ou d'Asie.

Initiative PPTE : moins de dette, et après ?

En 1996 était lancée l'initiative pays pauvres très endettés (PPTE), avec un double objectif, ramener l'endettement externe de ces pays, essentiellement public, sur une trajectoire soutenable et, en filigrane, lutter contre la pauvreté. Quinze ans plus tard, la mission n'est que partiellement remplie. Le recul des ratios de dette à des niveaux plus acceptables est à mettre en balance avec des économies encore fragiles structurellement et très dépendantes vis-à-vis de l'extérieur. Le niveau de développement humain a en outre peu progressé. Les défis auxquels ces pays sont confrontés sont toujours grands, et l'aide internationale leur sera encore longtemps nécessaire.

Allègement de dette et réduction de la pauvreté

L'heure était à la lutte contre la pauvreté, et implicitement à l'aide publique au développement (APD), à la mi-septembre. Les dirigeants du monde entier se sont réunis à New York pour faire un point d'étape sur les objectifs du millénaire pour le développement (OMD) : réduction de la pauvreté, hausse du niveau d'éducation, baisse de la mortalité infantile, réduction des inégalités hommes-femmes, recul du sida... Lors de leur première rencontre sur ce thème, il y a dix ans, ils s'étaient engagés, en particulier, à réduire de moitié d'ici 2015 la part de la population mondiale vivant dans l'extrême pauvreté, c'est-à-dire avec moins de 1,25 USD par jour.

De multiples outils sont à la disposition des décideurs politiques pour mener ce combat. Parmi ceux-là, l'allègement de la dette qui accable certains États : c'est l'initiative pays pauvres très endettés (PPTE). Lancée il y a quinze ans sur une proposition du FMI et de la Banque mondiale, elle a été complétée en 2005 par l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) dans le but d'accélérer la réalisation des OMD (et destinée aux pays ayant déjà achevé la première).

Ces deux initiatives ont un objectif premier assez clair : ramener sur un *trend soutenable*⁷ la dynamique d'endettement extérieur des pays pauvres qui ne l'est plus, même après les mécanismes traditionnels de réaménagement et de réduction de la dette en Club de Paris. Elles visent aussi, mais plus indirectement, à rendre soutenable la dette publique. La dette externe des PPTE est en grande partie l'accumulation des aides publiques bilatérales et multilatérales passées (longtemps, et encore souvent, sources quasi uniques de financement externe auxquelles ils ont eu accès) et, pour cette raison, se confond souvent avec l'endettement public.

Leur raison d'être fondamentale est cependant de favoriser le développement économique et, avec lui, le recul de la pauvreté. Les liens sont multiples, directs et indirects. L'allègement de la dette vise donc à :

- réduire le besoin de financement extérieur de l'État et, par là même, l'effet d'éviction externe. L'endettement extérieur du souverain peut restreindre, surtout s'il est massif, l'accès des autres agents économiques nationaux aux marchés internationaux de capitaux.
- accroître l'épargne et l'investissement. L'horizon temporel des ménages et des entreprises d'un pays où la dette publique est élevée et croissante tend à être raccourci par la crainte d'un alourdissement ultérieur des prélèvements fiscaux, d'une accélération de l'inflation ou encore d'une

⁷ Voir les conditions de soutenabilité de la dette dans le premier article d'Eclairages n°143, Septembre-Octobre 2010, « Les finances publiques des pays émergents : 1^{re} partie ».

crise majeure, au détriment de ces deux déterminants (l'épargne et l'investissement) du potentiel de croissance.

- dégager des ressources publiques pour l'éducation, la santé ou encore les infrastructures. L'investissement public n'évince pas nécessairement l'investissement privé et peut, dans ces domaines, s'avérer profitable à la croissance de long terme⁸.

Une procédure « géopolitisée »

Ce dernier point est crucial. **L'allègement de la dette ne peut suffire en lui-même, sous peine de risquer de retomber rapidement dans les travers du surendettement. C'est pourquoi il est conditionné.** Le processus de l'initiative PPTTE se déroule en deux grandes étapes. Outre qu'il doit être accablé par une dette jugée insoutenable⁹, un pays doit faire la preuve de sa capacité et de sa volonté à mener une politique macroéconomique prudente et des réformes structurelles appuyées par le FMI et la Banque mondiale, donc avoir déjà suivi les recommandations de ces deux institutions. Il doit aussi élaborer un document de stratégie de réduction de la pauvreté (DSRP). Ce n'est qu'alors qu'il est définitivement déclaré admissible à l'initiative PPTTE. Le point de décision ouvre droit à une assistance intérimaire. Les créanciers bilatéraux et commerciaux proposent généralement un rééchelonnement permettant de ramener le service de la dette qui leur est dû durant cette période à 10% de sa VAN.

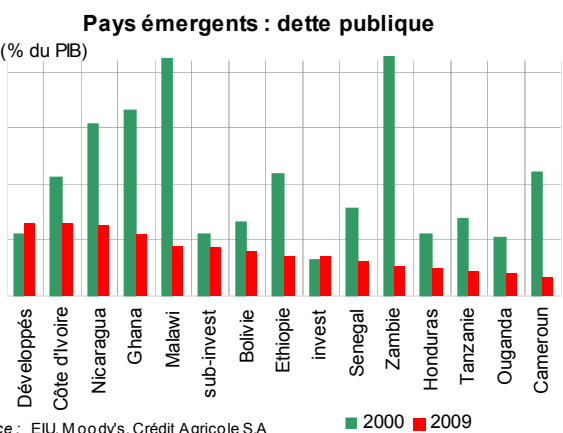
L'exécution du programme économique préparé avec le FMI et la Banque mondiale et la mise en œuvre durant au moins un an du DSRP, signes de l'engagement ferme des gouvernants pour combler le retard économique et social de leur pays, conditionnent ensuite la poursuite de l'initiative. Jusqu'au point d'achèvement où l'intégralité de l'allègement envisagé (et permettant d'atteindre un niveau de dette soutenable) est octroyée. Les pays membres du Club de Paris, de loin les principaux créanciers avec les institutions multilatérales, se sont en particulier engagés à annuler jusqu'à 90% de leurs créances (en VAN)¹⁰. Plus concrètement, l'allègement de la dette, ou plutôt du service de la dette, ne se traduit pas par des ressources (à proprement dit) en plus pour le pays qui en bénéficie, mais par des charges en moins¹¹, les remboursements futurs du principal et des intérêts, en outre échelonnées sur plusieurs années (parfois jusqu'à une quarantaine pour certaines créances).

Il est remarquable, par ailleurs, que **cette procédure tend à être appliquée avec une certaine souplesse**, et c'est encore plus vrai aujourd'hui qu'au moment du lancement de l'initiative. Un traitement au cas par cas s'opère la plupart du temps. C'est sans doute préférable, d'ailleurs, tant la réalité de ces pays diffère. Mais alors, une part de subjectivité s'imisce. Cette dimension (subjective) était déjà implicite dans le choix même des critères à respecter pour atteindre le point d'achèvement, conformes aux préceptes du consensus de Washington et donc à une certaine

conception de la bonne gouvernance. Elle est un peu plus visible dans cette « libre » application. C'est ainsi que certains pays, tel l'Ouganda, soutien de la diplomatie américaine en Afrique, ont connu ou connaissent un traitement plutôt avantageux.

Un retour à des niveaux de dette plus soutenables

Sur les quarante pays éligibles à l'initiative PPTTE, très majoritairement africains, les trois-quarts ont à ce jour atteint le point de d'achèvement¹² et six autres ont franchi le point de décision¹³. Les quatre restants¹⁴, pris dans de graves troubles politiques, voire des conflits armés, n'ont pas (encore) satisfait aux critères pour passer le premier point et restent pour le moment à la marge du programme. Des régimes politiques jugés indésirables (du point de vue occidental) n'y ont sans doute pas aidé non plus. **Ces trente-six pays devraient bénéficier à terme d'un d'allègement du service de leur dette de 59,5 mds USD (en VAN à fin 2009).** Pour l'heure, le service de la dette externe exprimé en pourcentage des exportations de biens et services est tombé dans la plupart des cas à moins de 10% au cours des quatre à cinq dernières années, et parfois même à des niveaux bien inférieurs¹⁵. Il était très nettement supérieur à ce seuil auparavant, dépassant 30% dans certains pays¹⁶ et certaines années (surtout durant les années 90). Parallèlement, la charge d'intérêt sur la dette publique a elle-aussi reculé assez nettement, parfois à moins de 5% des revenus de l'Etat¹⁷.



Ces abattements ont permis de ramener les trajectoires d'endettement externe et public sur des sentiers plus soutenables. La dette externe rapportée aux exportations de biens et services est passée d'un peu moins de 400% (en moyenne) en 2000 à environ 130% en 2008, se rapprochant ainsi du niveau des autres émergents. Pour ces derniers, ce ratio a reculé dans le même temps d'un peu plus de 140% à environ 90%. Parmi les redressements les plus significatifs, l'Ethiopie, le Mozambique et la Zambie ont

⁸ R.J Barro, *Government spending in a simple model of endogenous growth*, Journal of Political Economy, vol. 98, 1990.

⁹ Dans le cadre de l'initiative PPTTE renforcée, la dette est jugée insoutenable lorsque sa valeur actuelle nette (VAN, qui est l'actualisation, à un taux de marché, des remboursements futurs du principal et des intérêts) est supérieure à 150% des exportations de biens et services, et son service supérieur à 15% de ces mêmes exportations ; pour les pays très ouverts, un troisième ratio est également considéré : la VAN du stock de dette sur les recettes budgétaires, qui ne doit pas dépasser 250%.

¹⁰ Les organisations multilatérales supportent 45% du coût total de l'initiative, le Club de Paris 36%, les autres créanciers publics bilatéraux 13% et les créanciers privés 6%.

¹¹ Du moins pour les pays qui ont honoré leurs engagements avant de bénéficier de l'initiative PPTTE, ce qui n'est pas toujours le cas.

¹² Afghanistan, Bénin, Bolivie, Burkina Faso, Burundi, Cameroun, République Centrafricaine, République du Congo, République démocratique du Congo, Ethiopie, Gambie, Ghana, Guyana, Haïti, Honduras, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritanie, Mozambique, Nicaragua, Niger, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Ouganda, Zambie.

¹³ Comores, Côte d'Ivoire, Guinée, Guinée-Bissau, Togo, Tchad.

¹⁴ Erythrée, Kirghizstan, Somalie, Soudan.

¹⁵ Comme en Haïti, au Mozambique, en Ouganda ou en Tanzanie.

¹⁶ Bolivie, RDC, Côte d'Ivoire, Ethiopie, Madagascar, Mozambique, Ouganda, Tanzanie, Zambie.

¹⁷ Comme au Burkina Faso, au Bénin, au Mali ou au Niger.

vu leur dette externe chuter de plus de 500% des exportations de biens et services en 2000 à moins de 100% en 2008. Au contraire, la dette de la Gambie et du Liberia (deux pays ayant pourtant passé le point d'achèvement) et, dans une moindre mesure, de la Guinée et du Togo (deux pays n'ayant cependant pas encore bénéficié de la totalité de l'allègement de dette promis dans le cadre de l'initiative PPTE) reste à des niveaux préoccupants.

Côté dette publique, même orientation au cours de la décennie écoulée : à la baisse dans la plupart des émergents (cf. graphique), mais plus significativement dans les pays ayant atteint le point d'achèvement de l'initiative PPTE qu'ailleurs. Là, il est passé de près de 120% du PIB (en moyenne) en 2000 à un peu moins de 35% du PIB en 2009. Dans les autres émergents (non bénéficiaires ou éligibles à l'initiative PPTE), ce ratio a reculé d'environ 55% à un peu plus de 40%. En tête des améliorations, le Cameroun a vu sa dette publique tomber de 110% à 17% du PIB au cours de cette période, la Zambie de 160% à 25% du PIB et le Malawi de 170% à 45% du PIB. Le poids de la dette publique dans les autres pays bénéficiaires ou éligibles à l'initiative PPTE a aussi diminué. Mais pour les premiers, les allègements dont ils ont bénéficié n'ont pas encore suffi à ramener leur endettement à un niveau acceptable. En Côte d'Ivoire, elle s'élevait toujours à 65% du PIB en fin d'année dernière. Pour les seconds, les efforts entrepris pour assainir les finances publiques et atteindre le point de décision sont encourageants, mais la dette y reste très lourde. Elle s'élevait encore à plus de 100% du PIB au Soudan l'an passé.

Avec la complicité de la croissance

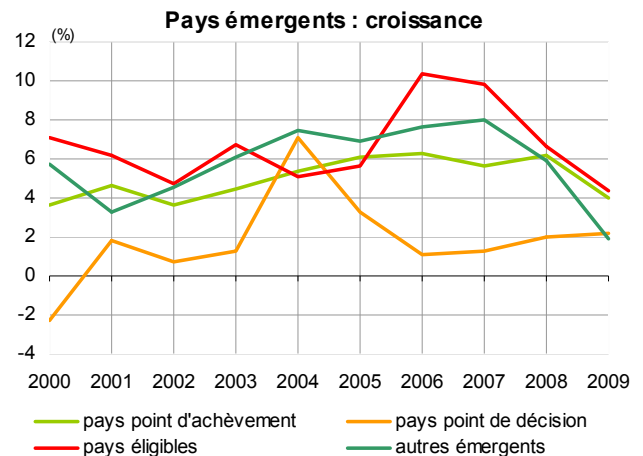
Les allègements consentis, et donc la baisse implicite des taux d'intérêt pratiqués sur les stocks de dettes existants, ne sont pas les seuls en cause derrière l'amélioration des ratios d'endettement des PPTE. **Des niveaux de croissance partout plus élevés (en tendance), à quelques cas près¹⁸, ont renforcé cette dynamique (cf. graphique).** C'est particulièrement vrai pour les pays où la croissance s'est accélérée à plus de 5% (en moyenne) entre 2005 et 2009¹⁹. Les politiques monétaire et budgétaire plus prudentes et les réformes structurelles assorties à l'initiative PPTE, mais aussi la baisse de la charge de la dette, ont permis de rendre plus stable l'environnement macroéconomique et plus transparent celui des affaires, et par là même de favoriser l'investissement et la croissance. L'inflation a reculé un peu partout²⁰ et seuls quelques pays enregistraient encore une croissance des prix à deux chiffres l'an passé²¹.

¹⁸ Bénin, Bolivie, Guyana, Haïti, Mali, Nicaragua pour les pays point d'achèvement et Côte d'Ivoire, Guinée, Togo pour les pays point de décision : neuf pays où la croissance moyenne durant les années 2000 a été inférieure à celle de la précédente décennie.

¹⁹ Afghanistan, Burkina Faso, Congo, Ethiopie, Gambie, Ghana, Liberia, Malawi, Mali, Mozambique, Niger, Ouganda, RDC, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe, Sierra Leone, Tanzanie, Zambie, exclusivement des pays ayant dépassé le point d'achèvement.

²⁰ A l'exception des Comores, de l'Ethiopie, de la Gambie, de la Guinée et de la Mauritanie où l'inflation moyenne entre 2000 et 2010 s'est avérée supérieure à celle des années 90.

²¹ Burundi, Ethiopie, Ghana, Ouganda, RDC, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe, Tanzanie, Tchad, Zambie.



Quelques pays²², essentiellement de la zone franc, ont également vu leur ratio d'endettement mécaniquement réduit par l'appréciation du taux de change effectif réel au cours de la décennie écoulée²³. Pour d'autres, exportateurs de matières premières et/ou de produits de base, la vigueur de la demande globale a été profitable. Là, les termes de l'échange se sont améliorés²⁴.

Toujours vulnérables

Les PPTE présentent néanmoins toujours des vulnérabilités relatives à leur endettement. Elles sont moins fréquentes, et moins sévères, dans les pays ayant atteint le point d'achèvement, mais demeurent tout de même élevées en Afghanistan, au Burkina Faso, au Burundi, en Gambie, en Haïti, en RDC et à Sao Tomé-et-Principe. Des stress tests menés en 2009 par le FMI et la Banque mondiale pour apprécier l'impact de la récente crise globale sur la dette ont par ailleurs pointé une hausse des risques dans plusieurs pays (sans toutefois annoncer une crise de dette majeure), en particulier en Afghanistan²⁵.

Plus généralement, la dynamique d'endettement de ces pays semble encore mal maîtrisée. L'allègement total de dette dont chaque participant à l'initiative PPTE a bénéficié (ou doit bénéficier) à terme a été évalué sur la base de modèles (et d'hypothèses de croissance) qui pourraient être rapidement mis à l'épreuve du temps²⁶. Ils ne prennent pas en compte, ou alors difficilement, les changements structurels supposés s'opérer (dans toute économie en développement) durant la période d'appréciation de la soutenabilité, ni les modifications de l'environnement global (nature des flux financiers, disponibilité (et prix) des ressources énergétiques et des denrées alimentaires, changements climatiques...). Ils n'incorporent pas non plus de façon pleinement satisfaisante un certain nombre d'autres caractéristiques ou phénomènes susceptibles d'influencer grandement le résultat final, comme l'instabilité inhérente aux économies à faible revenu²⁷, la relation

²² Cameroun, Côte d'Ivoire, Ghana, République centrafricaine, Togo, Zambie

²³ Allègement de *facto* de la part de la dette publique en devises exprimée en monnaie locale.

²⁴ Particulièrement en Bolivie, au Congo, en Côte d'Ivoire, au Cameroun, au Ghana, en Guinée, au Mali, en Mauritanie, au Niger, en RDC et en Zambie.

²⁵ Et dans une moindre mesure, en Ethiopie, au Malawi, en Mauritanie, au Nicaragua et au Sierra Leone ; le risque malien a également légèrement augmenté.

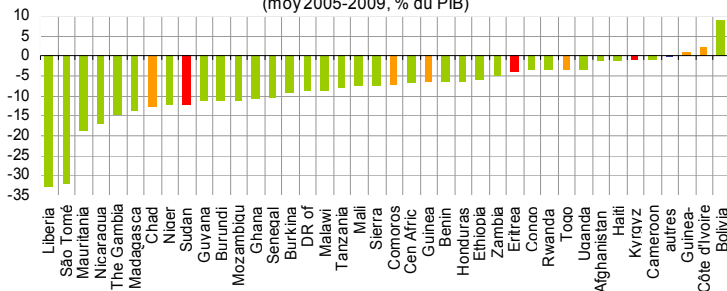
²⁶ Ce qui laisse craindre par ailleurs que certains pays aient été exclus à tort de l'initiative PPTE.

²⁷ Peu diversifiés et spécialisés sur des produits à faible valeur ajoutée, le plus souvent des matières premières, les PPTE sont vulnérables aux aléas

décroissante qui existe entre l'efficacité marginale du capital et les montants empruntés, la contrainte budgétaire ou encore le caractère limité des financements externes.

La capacité des PPTE à générer des ressources externes et publiques apparaît par ailleurs réduite. Ils sont toujours confrontés à des déficits d'épargne importants bien que leurs niveaux d'investissements (pourtant en hausse ces cinq dernières années) soient encore insuffisants (souvent inférieurs à 25% du PIB, voire 20%).

Pays émergents : solde courant
(moy 2005-2009, % du PIB)



Source : FMI WEO (avril 2010), Crédit Agricole S.A.

A quelques rares exceptions près²⁸, la balance courante des PPTE est restée déficitaire au cours de la période récente (2005-2009), et parfois très largement, à plus de 15% du PIB²⁹ (cf. graphique). Le niveau des revenus budgétaires reste lui-aussi très faible, souvent inférieur à 20% du PIB, voire 15%³⁰, comparé à 28% (en moyenne entre 2005 et 2008) dans les autres émergents. La possibilité pour l'Etat d'investir dans des domaines qui permettront à terme d'accroître le potentiel de croissance (éducation, santé, infrastructures), et encore plus d'épargner, est en outre limitée par des capacités institutionnelles insuffisantes, et plus généralement par une gouvernance le plus souvent de qualité médiocre, voire faible. Les PPTE, enfin, ne disposent pas de secteur bancaire, et encore moins de marchés financiers, assez développés pour drainer les liquidités disponibles.

Autrement dit, si la dette des PPTE ayant atteint les points d'achèvement ou de décision apparaît aujourd'hui plus soutenable, la pérennité de cet état de fait n'est, elle, pas assurée. Ces pays auront donc probablement besoin pendant encore plusieurs années du soutien de la communauté internationale, que ce soit sous forme de prêts concessionnels ou d'aide technique (par exemple pour renforcer les capacités à gérer la dette). Ce n'est cependant pas acquis, même si l'initiative IADM (dans le cadre de laquelle les trente pays au point d'achèvement se voient accordés 26,7 mds USD –en VAN à fin 2009– d'allègements de dettes supplémentaires) est bienvenue. Seuls les grandes institutions multilatérales (principalement le FMI, la Banque mondiale et la Banque africaine de développement) et le Club de Paris jouent le jeu de l'allègement de dette sans trop tergiverser. Les autres créanciers (bilatéraux publics et privés) traînent à délivrer leur contribution³¹. A l'heure où les pays développés ploient eux-mêmes sous leur

climatiques et aux variations de la demande mondiale, et endurent de fréquents chocs sur leurs termes de l'échange (ou, du moins, sont exposés à un risque de ce type élevé).

²⁸ Bolivie, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau.

²⁹ Comme au Liberia, à Sao Tomé-et-Principe, au Nicaragua ou en Mauritanie.

³⁰ Burkina Faso, Madagascar, Niger, Ouganda.

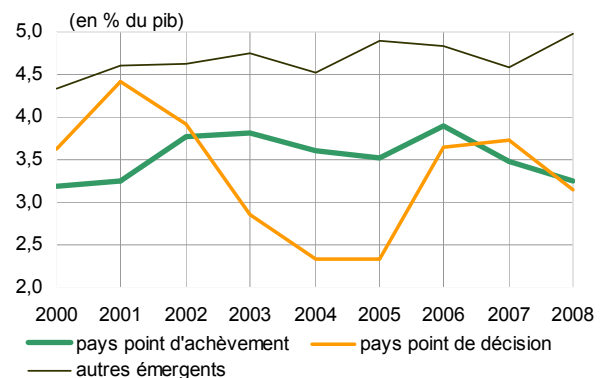
³¹ Les créanciers bilatéraux non-membres du Club de Paris n'ont jusqu'à présent délivré que 34% à 39% de leur contribution totale, et seulement la moitié d'entre eux ont effectivement accordé des allègements ; de leur côté, plusieurs créanciers privés ont entamé des procédures judiciaires contre leurs débiteurs souverains.

endettement public, c'est en outre l'avenir même de l'APD qui est en question. Les grands émergents sont certes de plus en plus présents sur ce terrain. Mais à quel prix et pour quels résultats ? La Chine vient, par exemple, d'accorder un prêt de 13 mds USD au Ghana. Trois milliards ont vocation à financer le développement du secteur des hydrocarbures et de l'agriculture. Le reste devrait aller dans des projets d'infrastructure (routes, chemins de fer, barrage...), mais aussi dans l'éducation et la santé. Le risque que cette dette non conditionnée (ou différemment de celle contractée auprès des multilatéraux et des pays membres du Club de Paris) puisse ne pas être « productive » et, donc, difficile à honorer est cependant réel. La réalisation des OMD est à son tour en question, elle qui n'a déjà que (trop) peu progressé dans les PPTE...

Vers une longue lutte contre la pauvreté

L'allègement de la dette n'y a (pour le moment) rien changé ou presque : **les pays bénéficiaires de l'initiative PPTE demeurent très en retard en terme de développement humain**. Comme il y a vingt ans, comme il y a dix ans, ils briguent les dernières places du classement IDH (indice de développement humain) du PNUD, le Niger clôturant la liste des 182 pays. Seuls la Bolivie, le Guyana, le Honduras et le Nicaragua, un peu plus en avance, se démarquent. La pauvreté extrême tend certes à reculer. Mais elle est toujours élevée. A l'exception de la Bolivie où la part de la population vivant avec moins de 1,25 USD par jour a baissé de près de moitié entre 2002 et 2007, à 12%, ce ratio reste dans la plupart des cas supérieur à 30%, voire à 50%. Au Liberia, c'est même un peu plus de 80% de la population qui vivait encore sous ce seuil en 2007.

Pays émergents : dépenses d'éducation



Source : Banque mondiale, PNUD, Crédit Agricole S.A.

Plus spécifiquement, les dépenses publiques d'éducation restent insuffisantes en comparaison aux autres émergents (cf. graphique). Malgré le recul de la charge d'intérêts (sur la dette)³², leur part dans les dépenses totales de l'Etat³³, comme dans le PIB, n'a que faiblement augmenté au cours de la décennie passée, et a même eu tendance à reculer à partir de 2006. Les taux d'alphabétisation et de scolarisation ont certes progressé. Mais ils demeurent nettement inférieurs à ceux des autres émergents, notamment dans les pays d'Afrique sub-saharienne³⁴. Ces critères quantitatifs ne disent en outre mot de la qualité des enseignements et,

³² Tombée à moins de 10% des dépenses publiques totales, voire 5%, dans la plupart des cas.

³³ Environ 15% (en moyenne) en 2008 dans les pays ayant passé le point d'achèvement, en hausse de 3 points de pourcentage par rapport à 2000.

³⁴ Le taux d'alphabétisation de la population de plus de 15 ans est passé d'environ 50% (en moyenne) en 2000 à un peu plus de 60% en 2008 dans les PPTE, encore loin, malgré tout, des 90% (en moyenne) dans les autres émergents.

plus généralement, du système éducatif qui, elle, ne s'est globalement pas améliorée. Même constat pour les dépenses publiques de santé³⁵. L'accès à l'eau potable reste par ailleurs difficile pour une part toujours importante de ces populations³⁶, et le développement des infrastructures physiques (routes, voies ferrées...) encore très insuffisant. Alors que ces pays n'ont bien souvent pas encore opéré leur transition démographique³⁷, autant dire que le combat contre la pauvreté s'annonce long.

Mais à l'heure où la réflexion sur le développement avance et où certains économistes (au premier rang desquels Esther Duflou) dénoncent³⁸ les « 3i », à savoir ignorance (absence d'analyse rigoureuse du développement, de la pauvreté et de leurs tenants et leurs aboutissants), inertie (des gouvernants qui ne font que le strict minimum pour préserver le soutien de la communauté internationale, et dans la mesure où leur intérêt ne sont pas menacés) et idéologie (au lieu de l'approche pragmatique et expérimentale des problématiques de développement), les espoirs sont permis... ■

Sylvain LACLIAS

sylvain.laclias@credit-agricole-sa.fr

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze
Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Jean-Louis Martin
Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure

Crédit Agricole S.A. – Direction des Études Économiques
75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 - 2188
Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

Achévé de rédiger le 26 novembre 2010

³⁵ Environ 2% du PIB (en moyenne) en 2007 (dans pays ayant atteint le point d'achèvement ou étant au point de décision) comparé à un peu plus de 3% (en moyenne) dans les autres émergents, soit des niveaux et un écart quasi inchangés par rapport à 2003 ; rapportés aux dépenses publiques totales, ces chiffres passent respectivement à un peu plus 9% et 10%, là aussi sans évolution par comparaison au début de la décennie.

³⁶ Seulement 63% (en moyenne) de la population des PPTTE avait accès à l'eau potable en 2006 (57% en 2000), contre 89% (en moyenne) dans les autres émergents.

³⁷ Taux de croissance naturel de la population supérieur à 2%, voire à 3%, dans la plupart des cas.

³⁸ « L'extrême pauvreté peut être endiguée », interview dans *Libération*, 21 septembre 2010.