

---

## La théorie de l'endettement des pays en voie de développement

Daniel Cohen \*

*European Economic Review*, numéro spécial, juin 1986

Chaque année, Robert Gordon (National Bureau of Economic Research) et Georges de Ménil (Maison des sciences de l'homme) coorganisent un séminaire international de macro-économie. Les communications sont publiées ensuite dans un numéro spécial de l'*European Economic Review*. Le séminaire de juin 1985 (publié en juin 1986) a été consacré à la dette des pays en voie de développement. Nous avons choisi de commenter quatre articles, « Survey of the Economics of International Debt » par Eaton, Gersovitz et Stiglitz; « Growth and External Debt Under Risk of Debt Repudiation » par Cohen et Sachs; « Country Risk and Developing Countries' Foreign Borrowing » par S. Edwards et « Debt and Default in the 1930's : Causes and Consequences » par Eichengreen et Portes.

Le premier article est une revue très complète de la littérature récente en ce domaine. Un précédent article de Eaton et Gersovitz ayant été au cœur des analyses de la dette des pays en voie de développement, et les travaux de Stiglitz (avec Arnott ou avec Weiss) ayant exploré les problèmes du rationnement du crédit, il n'est pas étonnant que cet article propose une synthèse entre la théorie du crédit en général et ses applications au problème de la dette

---

\* Daniel Cohen est chercheur au CEPREMAP

---

des pays en voie de développement. L'approche retenue s'inspire de la théorie récente des contrats et explore la spécificité de la dette de ces pays par rapport à la dette d'autres agents (firmes ou ménages, par exemple). Une firme qui serait déclarée en faillite transférerait automatiquement à ses créiteurs la valeur de son capital. On conçoit que cette clause réduise l'incitation aux faillites frauduleuses (sans la supprimer : une firme au bord de la faillite pourra être tentée de s'engager dans des projets très risqués, ce qui est une manière indirecte de léser ses créiteurs). Dans le cas d'un pays endetté, la cessation de paiement expose le pays à des mesures de rétorsion, mais il est difficile d'imaginer qu'elle conduise le pays à être totalement exproprié de ses ressources : le remboursement de la dette dépend donc de la volonté (contrainte) du pays à payer ses créiteurs davantage que de sa possibilité réelle de le faire. De là découlent un certain nombre de conclusions importantes. En premier lieu, en période de crise, le risque de la cessation de paiement incite les créiteurs à tenter de l'éviter en renouvelant, voire en augmentant, leurs créances sur les pays endettés. Kraft prétend ainsi que la menace mexicaine de 1982 ne visait rien d'autre que d'obliger les créiteurs à s'engager davantage. Naturellement, si ce mécanisme est anticipé, il réduira d'autant les créances initialement achetées par les banques. Helwigg a montré que ce mécanisme empêche parfois toute offre de crédit si le banquier ne peut pas s'engager par avance à ne jamais renouveler son prêt. Sachs et Cohen ont montré qu'il explique également pourquoi les crédits aux pays en voie de développement sont plutôt à court terme : les prêts à court terme, et la menace de ne pas les renouveler, permettent en effet aux banques d'empêcher le pays d'augmenter le risque de sa cessation de paiement. De nombreuses applications peuvent être tirées de ces principes : rôle des organisations internationales, différence entre crédit bancaire et crédit obligataire, etc.

Le deuxième article, rédigé par Cohen et Sachs, introduit le risque de cessation de paiement dans le cadre d'un modèle de croissance. Dans ce modèle, les décisions d'investissement du pays dépendent de son accès aux marchés financiers. En l'absence du risque de cessation de paiement, le pays voudrait s'engager à poursuivre un taux d'accumulation qui dépend de la productivité du capital, des coûts d'installation et du taux d'intérêt international mais qui est indépendant de son programme de consommation intertemporelle : c'est le taux d'accumulation qui

maximise sa richesse intertemporelle. A partir de la valeur de cette richesse intertemporelle, le pays détermine alors son programme de consommation optimal. Or, sous certaines hypothèses (qui correspondent au cas où le pays est emprunteur dans le long terme), le ratio consommation/PNB tend vers zéro : asymptotiquement le pays consacre toute sa richesse au remboursement de sa dette.

Lorsque la possibilité de répudiation de la dette extérieure est prise en compte, cet équilibre est naturellement impossible. Les créanciers limitent leurs crédits de manière à obliger le pays à ne jamais laisser sa consommation descendre en-deçà d'un certain niveau. Comment calculer ce niveau ou, de manière équivalente, comment calculer le seuil au-delà duquel le pays préférera toujours répudier sa dette plutôt que la rembourser intégralement ? C'est un problème complexe dans la mesure où la décision de répudier sa dette dépend du montant du refinancement que les banques voudront bien accorder, et ce montant à son tour dépend du risque de la répudiation. Le problème doit donc se résoudre à partir des techniques de la programmation dynamique : connaissant le seuil maximum qui sera appliqué demain, on calcule le seuil maximum aujourd'hui, et l'équilibre est un point fixe de cette application. On montre que la solution de ce nouveau problème conduit à l'équilibre suivant. La croissance du pays connaît deux phases : au cours de la première phase, la croissance et le taux d'accumulation du capital sont assez élevés, mais la dette croît plus vite encore, le ratio dette/PNB se dégrade ; au cours de la seconde phase, la contrainte extérieure est active, la croissance est durablement ralentie et le ratio dette/PNB est stabilisé. On notera donc qu'au cours de cette seconde phase, le pays ne verse pas la totalité des intérêts venant à échéance, mais seulement un montant (proportionnel à la différence entre le taux d'intérêt international et le taux de croissance intérieure) permettant à la dette de ne pas croître plus rapidement que le PNB.

L'article de S. Edwards propose une analyse économétrique de la prime de risque qui est payée par les pays en voie de développement sur leur dette bancaire et obligataire. La variable expliquée est la prime de risque payée par chacun des pays débiteurs sur les crédits bancaires et obligataires. Les variables explicatives sont les suivantes :

a) Le ratio dette/PNB. C'est une variable dont on conçoit aisément qu'elle soit positivement reliée à la prime

---

de risque payée par les débiteurs. Toutefois, la plupart des études économétriques précédemment menées n'étaient pas parvenues à mettre en évidence une relation statistiquement significative<sup>1</sup>. L'étude d'Edwards parvient à mettre en évidence une relation positive et significative; elle est toutefois relativement faible : un doublement du ratio augmente de 1,5 point la prime de risque. Une des conclusions intéressantes de la comparaison entre crédit bancaire et crédit obligataire est que ce dernier montre une dépendance plus marquée de la prime de risque vis-à-vis de la dette du pays.

b) Le ratio réserves/PNB. A priori, le signe de sa relation avec la prime de risque devrait être négatif. Toutefois, Gerzovitz a indiqué qu'il pourrait être positif lorsqu'un pays reconstruit ses réserves avant de se déclarer en cessation de paiement. Le résultat obtenu n'est pas significatif économétriquement.

c) Le ratio solde courant/PNB. On attend une relation négative; toutefois la relation n'est pas significative.

d) Le ratio service de la dette/exportations. Ce ratio traduit la possibilité d'une crise de liquidité. Il est significativement positif pour les crédits bancaires et non significatif pour les crédits obligataires.

e) Le ratio importations/PNB. On attend une relation positive si l'on adhère à la théorie qu'une plus grande ouverture aux échanges internationaux rend le pays plus vulnérable à la contrainte extérieure. En revanche, on attend une relation négative si l'on pense que le risque de répudiation est plus faible pour un pays qui dépend plus largement de ses fournisseurs extérieurs. Le résultat est une relation négative pour les crédits bancaires, et il est non significatif pour les crédits obligataires.

f) Les autres variables : taux de croissance, taux de change réel et maturité des crédits ne sont pas significatives.

La différence entre les crédits bancaires et obligataires se trouve donc partiellement validée. Théoriquement leur opposition fondamentale vient de ceci : les crédits bancaires sont centralisés par quelques grandes banques et ouvrent la possibilité d'une action collective entre débiteurs

---

1. Ce qui indique peut-être que c'est le rationnement du crédit lui-même qui dépend de ce ratio.

et crédateurs; en revanche, les prêts obligataires sont dispersés et la négociation entre crédateurs et débiteurs beaucoup plus difficile. Cet avantage des crédits bancaires, toutefois, peut tourner en un désavantage : il accroît la vulnérabilité du crédateur au chantage du débiteur. C'est le dernier aspect qui semble le plus important si l'on se réfère à l'influence du ratio du service de la dette.

La différence entre crédits bancaires et obligataires est également au cœur de l'analyse de l'article d'Eichengreen et Portes. Un des aspects les plus importants de l'évolution des crédits internationaux concerne en effet le rôle prédominant joué par les banques après la seconde guerre mondiale. A la lumière des années trente, Eichengreen et Portes proposent de relativiser l'importance de cette évolution. Leur article s'attache en effet à montrer que les crédits obligataires ouvrent également la possibilité d'une centralisation de la négociation entre crédateurs et débiteurs. En période de crise, en effet, des institutions telles que la British Corporation of Foreign Bondholders (fondée en 1869) ont joué un rôle crucial dans la négociation et le renouvellement des crédits obligataires. Un des résultats les plus importants de l'étude d'Eichengreen et Portes est de fournir une nouvelle évaluation du rendement de la dette obligataire des pays en voie de développement durant les années trente. Malgré la répudiation en chaîne de leur dette, les pays en voie de développement ont néanmoins rapporté un taux de rendement significatif à leurs créanciers, de l'ordre de 5 %. Une régression très intéressante est présentée :

$$\text{IRR} = 5,82 - 1,68$$

Elle indique que le taux de rendement sur les titres en sterling (IRR, en pourcentage) a atteint 5,82 en l'absence de cessation de paiement. La cessation de paiement réduit naturellement ce rendement, mais de 1,68 point seulement : c'est dire que la renégociation a été vive et fructueuse au cours de cette période.

