



# Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement

Distr. générale  
5 octobre 2018  
Français  
Original : anglais

## Conseil du commerce et du développement

### Groupe intergouvernemental d'experts du financement du développement

Deuxième session

Genève, 7-9 novembre 2018

Point 3 de l'ordre du jour provisoire

## Financement du développement : dette, viabilité de la dette et problèmes systémiques connexes

### Note du secrétariat de la CNUCED\*

#### *Résumé*

La présente note rend compte de l'évolution récente des indicateurs de la dette dans les pays en développement et analyse les obstacles fondamentaux à la viabilité de l'endettement compte tenu de questions économiques mondiales, systémiques et interdépendantes, telles que la dynamique de croissance mondiale fondée sur l'endettement et la poursuite de l'intégration financière internationale. Différents moyens d'action, de portée nationale ou internationale, visant à atténuer la vulnérabilité des pays en développement à l'endettement sont ensuite passés en revue. Ils consistent notamment à prévenir les crises de la dette et à les résoudre lorsque les niveaux d'endettement sont devenus insoutenables. La réflexion menée montre la nécessité d'inscrire les mesures prises aux niveaux mondial et national dans une approche globale et d'appliquer une approche différenciée aux pays en développement selon leur stade de transformation structurelle.

\* Le présent document a été soumis à la date indiquée ci-dessus en raison de retards survenus dans la procédure.



## I. Introduction

1. À la première session du Groupe intergouvernemental d'experts du financement du développement, qui s'est tenue à Genève (Suisse) du 8 au 10 novembre 2017, il a été décidé que la deuxième session, qui se tiendrait à Genève du 7 au 9 novembre 2018, aurait pour thème « Dette, viabilité de la dette et problèmes systémiques connexes ». Les questions d'orientation qui ont été retenues pour cette deuxième session sont les suivantes<sup>1</sup> :

a) Comment atténuer la vulnérabilité des pays en développement à l'égard de la dette et prévenir les crises de la dette souveraine et les crises financières dans ces pays ?

b) Comment le financement par l'endettement souverain, qu'il soit externe ou national, peut-il avoir un effet démultiplicateur pour le développement durable ?

c) Quels changements institutionnels, politiques et réglementaires faut-il apporter au niveau international pour faire en sorte que les structures de gouvernance économique mondiale appuient davantage l'utilisation, par les emprunteurs et les créanciers, d'un financement responsable du développement durable par l'emprunt ?

d) Comment peut-on améliorer les cadres et les outils existants pour garantir un règlement efficace, équitable et transparent des crises de la dette souveraine ?

2. Le thème de la session correspond aux domaines d'intervention II.E et II.F du Programme d'action d'Addis-Abeba. Au titre du domaine d'intervention II.E, les signataires dudit programme d'action reconnaissent qu'il est nécessaire d'aider les pays en développement à rendre leur dette viable à long terme « au moyen de politiques concertées visant à favoriser le financement de la dette, son allégement, sa restructuration ou sa gestion appropriée, selon le cas » (par. 94). Ils invitent à renforcer les outils d'analyse permettant de mesurer la viabilité de l'endettement des pays en développement, et insistent sur la nécessité d'améliorer la disponibilité des données publiques et les capacités de gestion de la dette pour une bonne maîtrise des risques (par. 95 et 96), ainsi que de renforcer la coopération entre créanciers et débiteurs pour prévenir les crises de la dette et résoudre efficacement celles qui pourraient survenir (par. 97 à 100). L'accent est aussi mis sur la complexité croissante des titres de créance et des instruments de financement libellés dans différentes devises (par. 100 et 101) et sur le sort des pays écologiquement vulnérables qui, en raison de catastrophes naturelles fréquentes, font face à des difficultés particulières qui menacent la viabilité de leur endettement (par. 102). Au titre du domaine d'intervention II.F, les signataires du Programme d'action d'Addis-Abeba rappellent l'importance accordée à la réforme de la gouvernance économique mondiale dans le Consensus de Monterrey issu de la Conférence internationale sur le financement du développement (2002) et reconnaissent la nécessité de renforcer la réglementation financière internationale et de limiter l'instabilité financière et les variations de prix des produits de base (par. 104, 105, 107, 109 et 110). Ils s'engagent aussi « à élargir la participation des pays en développement et à leur donner davantage voix au chapitre dans la prise de décisions et la définition de normes économiques internationales et dans la gouvernance économique mondiale » (par. 106).

3. La présente note rend compte des principales tendances dans l'évolution récente des indicateurs de la dette des pays en développement et fait le point sur les principaux obstacles et moyens d'action aux niveaux national et international.

<sup>1</sup> TD/B/EFD/1/3, annexe I.

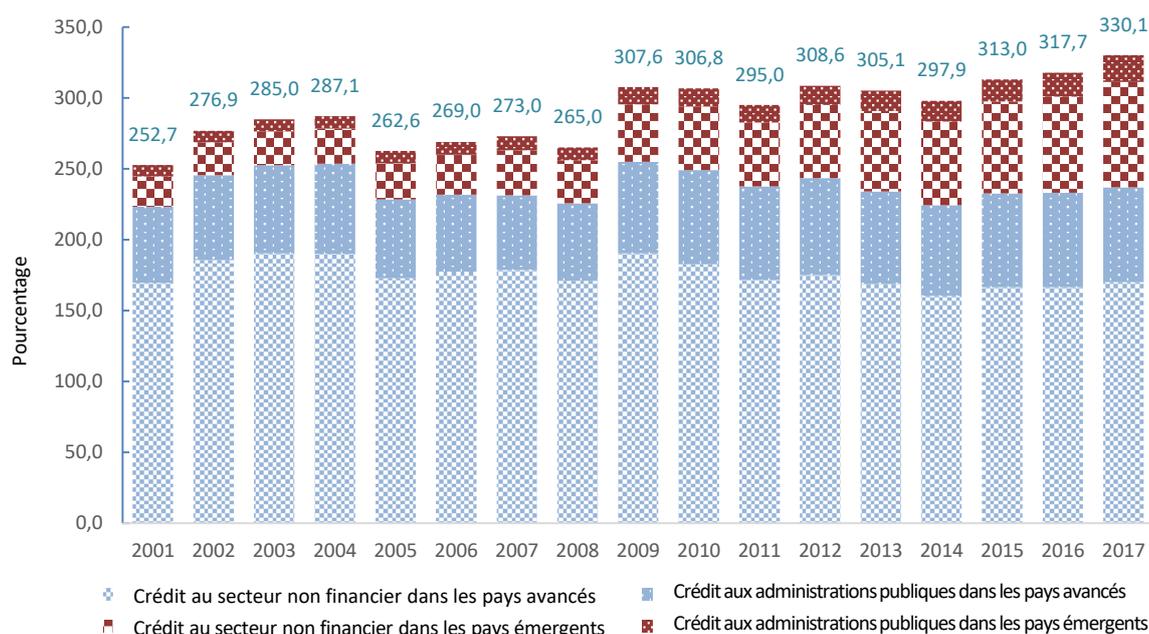
## II. Accroissement de la vulnérabilité à l'endettement des pays en développement

### A. Une croissance mondiale financée par l'endettement et une plus grande fragilité financière

4. Dix ans après la crise financière mondiale, l'endettement mondial n'en finit pas de battre des records (voir figure). Selon l'Institut de finance internationale, la dette mondiale avait atteint 247 200 milliards de dollars à la fin mars 2018, augmentant ainsi d'environ 25 000 milliards de dollars en une année, alors qu'elle était de 168 000 milliards de dollars au début de la crise financière de 2007-2008<sup>2</sup>. La CNUCED estime que le ratio dette mondiale/produit intérieur brut (PIB) mondial a progressé de près d'un tiers depuis 2008, l'encours de la dette mondiale représentant plus de trois fois le PIB mondial. Le fait que la reprise timide de l'activité économique mondiale soit en grande partie financée par la dette montre la persistance de faiblesses systémiques dans la dynamique de croissance mondiale, malgré l'onde de choc causée par la crise financière. Dans un contexte où les banques centrales des grandes puissances économiques s'en remettent à l'application de politiques monétaires très accommodantes pour assurer la reprise, la croissance mondiale continue de dépendre fortement de la facilité des conditions de financement et des appréciations des actifs attendues à court terme.

#### Dette mondiale par composante, 2001-2017

(Pourcentage du PIB mondial)



*Source* : Calculs du secrétariat de la CNUCED d'après des données statistiques de la Banque des règlements internationaux ; la dette mondiale correspond aux crédits au secteur non financier accordés par l'ensemble des secteurs et aux crédits aux administrations publiques au taux du marché.

*Note* : Pays avancés : Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro. Pays émergents : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Fédération de Russie, Hong Kong (Chine), Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Malaisie, Mexique, Pologne, République de Corée, Singapour, Tchéquie, Thaïlande et Turquie.

<sup>2</sup> Institut de finance internationale, base de données Global Debt Monitor, juillet 2018 ; Bloomberg, « Global debt topped \$247 trillion in the first quarter, IIF says », 10 juillet 2018. Les estimations de l'Institut de finance internationale se fondent sur les données relatives à l'endettement des ménages, du secteur non financier, du secteur financier privé et du secteur public de 72 pays.

5. Si, dans la plupart des pays développés, les secteurs d'activité bancaire de base ont sensiblement réduit le montant de leur dette et recouvré une meilleure santé, des vides juridiques ont facilité la renaissance « dans l'ombre » de marchés non réglementés des contrats de couverture de défaillance de crédit (contrats d'assurance), si bien que des aggravations successives de la vulnérabilité financière sont beaucoup plus à craindre en cas d'effondrement des marchés sous-jacents<sup>3</sup>. D'une manière plus générale, le mouvement de financiarisation qui a conduit à la chute des marchés financiers il y a une décennie n'a rien perdu de sa vigueur. Il se caractérise par la supériorité des secteurs financiers sur les secteurs de l'économie réelle en termes de rentabilité, une dépendance de plus en plus grande des entreprises non financières à l'égard des activités financières pour leurs revenus, la prédominance des stratégies d'investissement à court terme (y compris les fusions et les rachats de parts), et des habitudes de consommation conditionnées par les bulles des prix des actifs et la facilité d'accès au crédit. De plus, on observe un peu partout avec préoccupation une forte concentration des marchés non financiers de pointe (en particulier des marchés des hautes technologies)<sup>4</sup>. La conjonction de tous ces éléments a pour effet non seulement d'accentuer les faiblesses financières, mais aussi de peser sur la demande, le revenu et l'emploi globaux et, par voie de conséquence, de freiner la croissance mondiale.

6. Les flux internationaux de capitaux privés ont rapidement augmenté à la faveur de crédits bon marché disponibles en abondance. Ils n'ont pas servi à la formation mondiale de capital dans les années 1990, et leur instabilité et leur nature procyclique (entrées de crédits bon marché en période de prospérité et sorties massives de capitaux aux premiers signes de difficultés potentielles) ont été parmi les principales causes des crises monétaires et financières dans les pays en développement, notamment de la crise financière asiatique de 1997. Aucun progrès n'a été fait après la crise pour ce qui est d'améliorer la gestion des flux de capitaux privés à des fins d'investissement productif à plus long terme et de développement. Aujourd'hui, les flux internationaux de capitaux privés non seulement sont au moins aussi instables que dans les années 1990, mais ils concernent des montants plus importants et font l'objet de revirements plus marqués<sup>5</sup>. Ces revirements, ou interruptions soudaines, sont de plus en plus la résultante de facteurs extérieurs et mondiaux<sup>6</sup>, notamment de l'évolution des liquidités mondiales et du risque, du resserrement des conditions financières et des appréciations du dollar, et de moins en moins de facteurs propres au pays. Ils ont donc généralement pesé sur la viabilité de l'endettement des pays en développement, même lorsque ceux-ci s'employaient à asséoir leur économie sur des fondamentaux solides, c'est-à-dire une dette publique relativement peu élevée, de faibles déficits budgétaires, un faible taux d'inflation et des réserves importantes.

7. Dans le même temps, un changement s'est opéré dans la dynamique sectorielle qui conduisait au gonflement de la dette et, éventuellement, à la survenue de crises. Il y a dix ans, la dette insoutenable des ménages américains et les excès d'emprunts des institutions financières ont mené à la catastrophe. Si la reprise actuelle de la consommation des ménages américains est financée par l'emprunt<sup>7</sup>, cette nouvelle hausse de la dette a été ralentie car le processus de désendettement portant sur la dette accumulée avant la crise financière mondiale n'est pas encore achevé. Aujourd'hui, l'inquiétude vient surtout de l'augmentation rapide de la dette du secteur privé non financier dans les pays développés et

<sup>3</sup> M. Greenberger, 2018, « Too big to fail U.S. banks' regulatory alchemy: Converting an obscure agency footnote into an "At Will" nullification of Dodd-Frank's regulation of the multi-trillion dollar financial swaps market », Institute for New Economic Thinking, Working Paper N° 74.

<sup>4</sup> F. Diez, D. Leigh et S. Tambunlertchai, 2018, « Global market power and its macroeconomic implications », International Monetary Fund Working Paper N° 18/137 ; CNUCED, 2017, *Rapport sur le commerce et le développement 2017 : Au-delà de l'austérité – Vers une nouvelle donne mondiale* (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.17.II.D.5), chapitre VI.

<sup>5</sup> B. Eichengreen, P. Gupta et O. Masetti, 2017, « Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type? », World Bank Policy Research Working Paper 7972, B. Eichengreen et P. Gupta, 2016, « Managing sudden stops », World Bank Policy Research Working Paper 7639.

<sup>6</sup> E. Cerutti, S. Claessens et D. Puy, 2015, « Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals », International Monetary Fund Working Paper N° 15/127.

<sup>7</sup> Reuters, « Mortgage, Groupon and card debt: How the bottom half bolsters U.S. economy », 23 juillet 2018.

les grandes puissances émergentes, dans laquelle les marchés obligataires privés et les intermédiaires non bancaires jouent un rôle de plus en plus important. Selon Standard and Poor Global, la dette du secteur privé non financier a progressé plus rapidement que le PIB nominal pendant une grande partie de la dernière décennie. Au niveau mondial, plus d'un tiers des entreprises non financières sont aujourd'hui très endettées et présentent un ratio dette/bénéfice égal ou supérieur à 5, alors que leur proportion était seulement de 5 % en 2007, et les obligations à haut risque émises par des entreprises ont quadruplé depuis 2008<sup>8</sup>. Les marchés obligataires privés se sont développés très rapidement dans les grandes puissances économiques émergentes d'Asie et d'Amérique latine, où, malgré des taux d'intérêt encore relativement faibles, entre 20 % et 25 % environ des obligations de société sont assorties d'un risque de défaillance de plus en plus élevé<sup>9</sup>.

## B. Évolution de la dette et dynamique de l'endettement dans les pays en développement

8. La précarité de la situation financière et économique fait peser de sérieuses menaces sur la viabilité de la dette des pays en développement. Certes, la dette mondiale reste surtout l'affaire des pays développés, mais entre 2008 et 2017, la dette des pays émergents et des pays en développement est passée d'un peu moins de 40 % à 93,2 % du PIB mondial. On estime que la dette extérieure totale des pays en développement a atteint 7 640 milliards de dollars en 2017 et aurait donc progressé de 8,5 % en moyenne par année entre 2008 et 2017 (ou de plus de 80 % globalement). Au cours de la même période, la dette extérieure totale est passée de 155 milliards de dollars à 293,4 milliards de dollars dans les pays les moins avancés (PMA), ce qui représente une progression de 7,4 % en moyenne par année. Le taux de croissance de la dette extérieure a été légèrement plus élevé dans les pays émergents, à 9,5 %<sup>10</sup>.

9. Dans le groupe des pays en développement, le ratio dette/PIB est passé de 21,8 % en 2008 à 25,7 % en 2017<sup>11</sup>. Cependant, ce taux global ne rend pas compte de tendances plus préoccupantes dans un nombre croissant de ces pays. Selon le Fonds monétaire international (FMI), en 2017, les ratios dette/PIB avaient dépassé 70 % dans un cinquième des pays émergents et des pays à revenu intermédiaire, et 60 % dans un cinquième des pays en développement à faible revenu<sup>12</sup>. Si l'on tient compte des dettes implicites telles que les dépenses de retraite et de santé, ces ratios culminent à 112 % dans les pays émergents et les pays à revenu intermédiaire, et à 80 % dans les pays à faible revenu<sup>13</sup>. D'après l'étude réalisée par le FMI sur la viabilité de l'endettement des pays en développement admissibles au bénéfice de son fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance<sup>14</sup>, quelque 40 % des pays en développement à faible revenu font actuellement face à de graves difficultés liées à la dette, contre 21 % en 2013. Les pays en développement à faible revenu exposés à un risque élevé de surendettement ou en situation de surendettement ont vu leur nombre passer de 13 en 2013 à 31 à la fin du premier semestre 2018 (24 pays exposés à un risque élevé de surendettement et 7 pays en surendettement). Parmi eux figurent 14 des 34 pays en développement à faible revenu qui ont bénéficié d'un allègement de leur dette

<sup>8</sup> Standard and Poor's Global, « Global corporate leverage trends 2018 », 5 février 2018.

<sup>9</sup> S. Lund, J. Woetzel, E. Windhagen, R. Dobbs et D. Goldshtein, 2018, « Rising corporate debt: Peril or promise? » McKinsey Global Institute Discussion Paper.

<sup>10</sup> Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données en ligne « International Debt Statistics 2018 » de la Banque mondiale.

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> La catégorie des pays en développement à faible revenu, définie par le FMI, et la catégorie des PMA, établie par l'ONU, sont quasiment identiques ; la principale différence est que le Nigéria et le Viet Nam font partie de la première catégorie, mais pas de la seconde.

<sup>13</sup> Fonds monétaire international, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington, D.C.

<sup>14</sup> Voir la liste des pays à faible revenu admissibles au Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance qui ont fait l'objet d'une évaluation de la viabilité de la dette, disponible à l'adresse [www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf](http://www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf) (date de consultation : 5 juillet 2018).

dans le cadre de l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés ou de l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale<sup>15</sup>.

10. L'une des conséquences immédiates de l'augmentation des ratios d'endettement est d'accroître le service de la dette, même lorsque les conditions de financement sont favorables. Dans le groupe des pays en développement et des pays en transition, le ratio service de la dette/exportations est passé de 8,7 % en 2011 – son niveau le plus bas depuis le début de la crise financière mondiale – à 15,4 % en 2016. En 2017, il a reculé à 13,6 %, en grande partie sous l'effet de la remontée des prix de certains produits de base qui avait été amorcée à la fin du premier semestre 2016. Dans les PMA, le ratio service de la dette/exportations a aussi augmenté sensiblement entre 2008 et 2017, passant de 4,1 % à près de 10 % ; en Afrique subsaharienne, il a plus que triplé entre 2011 et 2017, passant de 3,8 % à 12,9 %. Dans les pays les plus pauvres, la charge de la dette a plus que doublé entre 2008 et 2017, passant de 5,7 % à 14 % des recettes de l'État ; elle a atteint 18,5 % en Afrique subsaharienne et a représenté jusqu'à 30 % des recettes fiscales dans certains des pays de cette région. Ces chiffres reflètent une situation d'endettement proche de celle qui était observable avant le lancement des initiatives d'allègement de la dette, au début des années 2000<sup>16</sup>. On note en outre une part de plus en plus élevée de dettes à court terme dans la dette extérieure totale, par rapport aux dettes à long terme, et un net ralentissement dans la constitution de réserves internationales.

11. Dans les années 2000, il avait été possible de ramener les ratios moyens dette régionale/PIB à des taux compris entre moins de 20 % et 40 % dans les pays en développement et de faire baisser sensiblement le coût du service de la dette, mais indubitablement, ces progrès substantiels sont en train d'être réduits à néant. Outre les initiatives d'allègement de la dette menées dans les années 1990 et 2000, l'adoption d'une politique macroéconomique orientée vers la croissance et la gestion de la dette publique ont contribué à rendre la dette extérieure plus soutenable dans de nombreux pays en développement. Cependant, des facteurs extérieurs ont joué un rôle tout aussi important à cet égard – par exemple, le faible coût des emprunts internationaux et l'envolée de la demande de bon nombre de leurs produits d'exportation ont permis aux pays en développement de réduire à la fois leur déficit budgétaire et leur déficit extérieur.

12. Cette embellie n'a pas duré, pour des raisons qui sont connues depuis les précédents épisodes de surendettement et de difficulté financière survenus dans les pays en développement dans les années 1980 et 1990. La récession dans les pays développés – en l'espèce, déclenchée par la crise financière mondiale – et, plus largement, l'atonie de la demande mondiale globale, rendent les pays en développement moins à même de rembourser leur dette extérieure dans la principale monnaie internationale. L'instabilité financière observable dans les pays en développement, qu'ils soient déjà surendettés ou pas, est le résultat de flux procycliques de crédits internationaux bon marché ; elle est aggravée par la volatilité des marchés des produits de base, qui sont eux-mêmes sensibles aux déséquilibres financiers, à la spéculation et aux phases de ralentissement de l'activité économique.

13. La dernière chute en date des prix des produits de base a considérablement entamé la viabilité de la dette des pays en développement qui sont tributaires de ces produits. L'augmentation récente des prix moyens des produits de base, qui s'explique dans une large mesure par une hausse régulière des prix des combustibles depuis 2017, a été de quelque réconfort, même si les niveaux enregistrés sont restés inférieurs aux pics de 2011. Pour ce qui est de la vulnérabilité à l'endettement, on note surtout que, dans tous les pays en développement, les facteurs de surendettement les plus courants ont été amplifiés par l'intégration rapide d'embryons de systèmes financiers et bancaires nationaux, à la fois publics et privés, dans des marchés financiers internationaux qui se caractérisent par leur instabilité et leur quasi-absence de réglementation. Étant donné que les engagements en matière de financement public international ne sont pas pleinement honorés et que l'accès à

<sup>15</sup> Fonds monétaire international, 2018, « Évolution et perspectives macroéconomiques dans les pays en développement à faible revenu 2018 », International Monetary Fund Policy Paper.

<sup>16</sup> Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données en ligne « International Debt Statistics 2018 » de la Banque mondiale.

des ressources à des conditions de faveur est limité<sup>17</sup>, les pays en développement ont de plus en plus levé des fonds à des conditions commerciales sur les marchés financiers des pays développés et ont ouvert leurs propres marchés financiers aux investisseurs non résidents. Ils ont aussi autorisé que leurs citoyens empruntent et investissent à l'étranger.

14. En raison des changements importants qui en ont découlé dans la composition de leur dette, les pays en développement sont beaucoup plus exposés au risque de marché et au risque accru de refinancement (par exemple, sous la forme d'échéances moins longues). Dans les pays en développement considérés dans leur ensemble, la part de la dette extérieure publique ou garantie par l'État auprès de créanciers privés était d'un peu plus de 40 % en 2000 et nettement supérieure à 60 % en 2017. La dette obligataire, par opposition à la dette bancaire, constitue aujourd'hui une grande part de la dette publique ou garantie par l'État des pays en développement ; de fait, elle représentait 43 % de cette dernière en 2014, contre 24 % en 2000<sup>18</sup>. En 2016, la dette totale des pays en développement à faible revenu était financée pour 46 % (c'est-à-dire dans une proportion deux fois plus élevée qu'en 2007) aux conditions du marché, de sorte que les montants des emprunts extérieurs auprès de créanciers commerciaux, jusqu'alors peu élevés, ont augmenté rapidement<sup>19</sup>. Cette plus grande émission d'obligations souveraines a joué un rôle déterminant dans la forte augmentation du coût du service de la dette, car, du fait des reflux de capitaux, les obligations internationales émises par les pays en développement devaient avoir un rendement plus élevé<sup>20</sup>.

15. De plus, tout au long des années 2000, la dette publique ou garantie par l'État a cédé du terrain à la dette privée non garantie, laquelle a vu sa part dans la dette extérieure totale des pays en développement passer de 28 % à près de 50 % entre 2000 et 2009. D'abord apparue dans les pays d'Asie du Sud et d'Asie du Sud-Est, cette composition de la dette s'est étendue à l'Afrique subsaharienne, où la part de la dette privée non garantie dans l'encours total de la dette extérieure à long terme a été multipliée par sept entre 2000 et 2015, passant de 10 milliards de dollars à 70 milliards de dollars<sup>21</sup>. Dans les économies de marché émergentes, la dette des entreprises non financières est supérieure à 30 000 milliards de dollars et représente donc près de 95 % du PIB combiné, ce qui dépasse les niveaux observables dans les pays développés<sup>22</sup>. Le niveau élevé d'endettement des entreprises s'accompagne de dangers évidents. Dans les grands pays en développement, à l'exception de la Chine, où les obligations de société sont principalement détenues dans le pays, les entreprises parviennent rarement à assurer une bonne couverture de leur endettement en devises au moyen d'actifs détenus à l'étranger. Il en résulte que leur dette finit par être adossée aux réserves nationales de devises. Si la dette extérieure du secteur privé devient insoutenable, les pays n'ont souvent d'autre choix que de reporter la majeure partie de celle-ci sur les comptes publics.

<sup>17</sup> Le montant net de l'aide publique au développement versée par les membres du Comité d'aide au développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a continué de représenter moins de 0,7 % du revenu national brut des donateurs, le taux cible défini par l'ONU ; il était de 146,6 milliards de dollars en 2017, en baisse de 0,6 % en termes réels par rapport à 2016. L'aide publique au développement en faveur des pays les moins avancés a stagné ces dernières années. Voir, par exemple, OCDE, 2018, « Les statistiques du financement du développement », disponible à l'adresse <http://www.oecd.org/fr/cad/financementpourledeveloppementdurable/statistiques-financement-developpement/> (date de consultation : 5 juillet 2018).

<sup>18</sup> A/71/276.

<sup>19</sup> Fonds monétaire international, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington.

<sup>20</sup> Par exemple, la Zambie a émis des obligations à un taux de 11,4 %, d'une valeur de 1,25 milliards de dollars, en 2015, alors que le taux des obligations qu'elle avait émises en 2012 était de 5,63 %. De même, le Mozambique a versé un rendement de 16,26 % au titre de l'émission d'obligations internationales en juin 2016, alors que ce rendement était bien inférieur quelques années plus tôt.

<sup>21</sup> A/71/276.

<sup>22</sup> J. Wheatley, « Upturn in global debt to pile pressure on emerging markets », *Financial Times*, 11 juillet 2018.

16. Une part importante de la dette publique étant libellée en devises (deux tiers dans les pays en développement à faible revenu et environ un tiers dans les pays à revenu plus élevé)<sup>23</sup>, la viabilité générale de l'endettement des pays en développement est rendue encore plus problématique par le risque de change.

17. Les pays en développement ont cherché à faire face à la hausse du coût du service de la dette induite par l'émission d'obligations souveraines dans une monnaie internationale en optant pour l'émission de titres de dette intérieure en monnaie locale. Selon les données publiées par la Banque des règlements internationaux sur 65 pays en développement et pays émergents, les titres de dette intérieure ont représenté 87 % de la totalité des titres obligataires en 2015, contre 56 % environ en 2000. Dans un échantillon de 21 pays pour lesquels des données sont disponibles, le montant des titres de dette intérieure émis par des administrations centrales a été multiplié par plus de dix entre 2000 et 2015, passant de 518,3 milliards de dollars à 5 300 milliards de dollars<sup>24</sup>. Par ce procédé, les pays peuvent se rendre moins sensibles aux variations de change, mais ils n'en restent pas moins exposés à un risque élevé de reflux des capitaux si une part importante de leur dette intérieure est détenue à l'étranger. De plus, en abandonnant les titres de dette extérieure pour les titres de dette intérieure, les pays en développement troquent souvent un problème de monnaie contre une asymétrie des échéances ; autrement dit, ils sont incapables d'émettre des titres d'État à long terme, à un taux d'intérêt soutenable, mais doivent être en mesure de rembourser ou de reconduire leur dette à court terme ou venant à échéance.

18. En résumé, dans un environnement économique mondial qui se caractérise par des marchés financiers internationaux qui échappent quasiment à toute réglementation et, de ce fait, par des acteurs financiers qui sont très réactifs à l'actualité économique quotidienne, les pays en développement ont peu de marge d'action pour faire en sorte que leur dette serve durablement des stratégies de développement à long terme. Il est plus probable que ces stratégies, qu'elles reposent sur l'émission internationale d'obligations souveraines, les marchés obligataires locaux ou l'endettement des entreprises, soient compromises par de soudains revirements des flux internationaux de crédits bon marché, à la suite de changements dans des variables sur lesquelles les pays en développement n'ont aucune prise, et par la fuite des capitaux qui en découlera. Un endettement qui semblait raisonnable dans un contexte favorable peut rapidement devenir insoutenable, ne serait-ce que parce que les coûts du service de la dette pour des titres émis aux conditions du marché peuvent augmenter à brève échéance. Par exemple, lorsque la nature procyclique des flux de capitaux privés provenant de marchés financiers internationaux non réglementés est à l'origine d'une crise de la dette et que celle-ci s'installe, les dévaluations qui visent à améliorer les perspectives d'exportation ont aussi pour effet d'accroître le montant de la dette libellée en devises. Dans le cas des exportateurs de produits de base, la nécessité d'assurer le service de la dette pousse à continuer la production, au risque d'accentuer l'excédent d'offre et de tirer les prix vers le bas.

### **Le sort des pays en développement à revenu intermédiaire et des petits États insulaires en développement**

19. Une plus grande vulnérabilité à l'endettement, due à la rapidité de l'intégration financière internationale et à la récurrence des épisodes d'instabilité financière, est observable dans tous les pays en développement, quel que soit leur revenu moyen par habitant. Elle est attestée avec force par les crises monétaires et les crises de la dette qui se déroulent actuellement en Argentine, en Turquie et dans d'autres grands pays en développement. Comme expressément mentionné dans le Programme d'action d'Addis-Abeba, les pays en développement à revenu intermédiaire « connaissent encore de grandes difficultés pour parvenir au développement durable » (par. 71). Pour expliquer cette situation, on a évoqué des

<sup>23</sup> Fonds monétaire international, 2018, *Fiscal Monitor: April 2018 – Capitalizing on Good Times*, Washington.

<sup>24</sup> Banque des règlements internationaux, base de données sur les statistiques financières et bancaires internationales, 2016 ; A/71/276.

facteurs structurels à l'origine de tournants décisifs pour le développement<sup>25</sup> ou on a émis des considérations plus générales sur les obstacles de plus en plus importants qui empêchent la poursuite de la diversification économique dans la conjoncture mondiale actuelle, caractérisée par l'instabilité et la lenteur de la croissance, et auxquels s'ajoutent des exigences plus grandes à l'endroit des infrastructures institutionnelles et politiques des pays à revenu intermédiaire, en vue de répondre aux besoins en investissements plus importants qui résultent de processus d'industrialisation tardive<sup>26</sup>.

20. Dans les pays en développement à revenu intermédiaire, la stagnation structurelle est aggravée non seulement par le ralentissement prolongé de la croissance économique mondiale, mais aussi par l'augmentation des ratios d'endettement et les asymétries des échéances découlant d'une intégration non maîtrisée des structures productives et financières nationales encore en évolution dans les marchés financiers internationaux. Pour ces pays, l'avantage que constitue l'accès à une plus large gamme d'instruments de financement et de titres de dette sur les marchés financiers internationaux peut être contrebalancé par une incapacité insuffisante à évaluer les risques associés et par le fait de ne pas pouvoir prétendre à des dispositions de financement préférentielles ni à des mesures d'allègement de la dette. Exclure les pays en développement à revenu intermédiaire du bénéfice de ces dispositions et mesures, en fonction de seuils du revenu brut par habitant, revient à oublier qu'ils sont les principaux foyers de la pauvreté mondiale<sup>27</sup>. Bon nombre des petits États insulaires en développement, qui sont aussi majoritairement des pays à revenu intermédiaire, font face à des difficultés supplémentaires en raison de leur exposition de plus en plus grande et de plus en plus fréquente aux catastrophes naturelles. Entre 2008 et 2017, l'encours de la dette extérieure totale des petits États insulaires en développement a plus que doublé ; les ratios moyens dette/PIB sont passés de 28,3 % à 58,2 %, voire ont largement dépassé 100 % dans certains cas. Au cours de la même période, le ratio moyen service de la dette/exportations a aussi considérablement augmenté, passant de 8,6 % à 19,2 %, tandis que le ratio dette extérieure/exportations est passé de 67,4 % à 163,8 % du PIB. Les coûts élevés du service de la dette ont continué de plomber les finances publiques ; alors qu'ils représentaient 16 % des recettes publiques en 2010, ils ont plus que doublé et ont atteint 40 % en 2015<sup>28</sup>. Si la communauté internationale a reconnu dans une certaine mesure qu'il fallait prêter une attention particulière au sort des petits États insulaires en développement qui, du fait de leur vulnérabilité environnementale, font face à des situations récurrentes de surendettement et de difficulté financière, une stratégie multilatérale de plus large portée s'impose pour remédier au sous-investissement systématique dans l'adaptation aux changements climatiques à long terme et à un recours inapproprié aux mécanismes de mobilisation des ressources intérieures et d'assurance à court terme.

### III. Prévention des crises de la dette : moyens d'action aux niveaux international et national

21. À l'heure où les structures productives et financières des pays en développement deviennent de plus en plus complexes, le financement extérieur par des mécanismes d'endettement s'affirme comme une composante essentielle de toute stratégie de développement. L'intégration financière mondiale se poursuit à un rythme soutenu et la

<sup>25</sup> Par exemple, les pressions à la hausse sur les salaires réels, à mesure que la main-d'œuvre excédentaire et bon marché des secteurs traditionnels est absorbée par les secteurs manufacturiers modernes, et la pénurie de travailleurs qualifiés qui rend le rattrapage technologique plus difficile à partir d'un certain stade.

<sup>26</sup> CNUCED, 2016, *Rapport sur le commerce et le développement, 2016 : La transformation structurelle au service d'une croissance équitable et soutenue* (publication des Nations Unies, New York et Genève), p. 45 à 47 ; R. Doner et B. Schneider, 2016, « The middle-income trap: More politics than economics », Massachusetts Institute of Technology Working Paper.

<sup>27</sup> Banque mondiale, « Assisting middle-income countries in their quest to turn "billions to trillions" », 25 juillet 2016, disponible à l'adresse [www.worldbank.org/en/news/feature/2016/10/25/assisting-middle-income-countries-in-their-quest-to-turn-billions-to-trillions](http://www.worldbank.org/en/news/feature/2016/10/25/assisting-middle-income-countries-in-their-quest-to-turn-billions-to-trillions) (date de consultation : 5 juillet 2018).

<sup>28</sup> Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données en ligne « International Debt Statistics 2018 » de la Banque mondiale.

question pour les décideurs, aussi bien des pays en développement que de la communauté internationale, est de savoir comment mettre les potentialités du financement extérieur, y compris la dette, au service des stratégies de développement national, tout en minimisant les risques qui vont de pair avec un environnement économique mondial incertain et instable.

22. Il est d'autant plus important de surmonter les dilemmes d'ordre stratégique posés par la plus grande vulnérabilité à l'endettement des pays en développement que la mise en œuvre dans les délais prévus du Programme de développement durable à l'horizon 2030 n'est pas sans difficultés. Bien que les estimations varient, il est généralement admis que les besoins en investissement à cet égard se chiffrent en milliers de milliards de dollars<sup>29</sup>. Or, dans certains pays en développement, les ressources actuellement consacrées au service de la dette représentent plusieurs fois les crédits budgétaires alloués aux objectifs de développement durable<sup>30</sup>.

23. Pour prendre la mesure du problème, il suffit de considérer le transfert net de ressources des pays en développement vers les pays développés, qui a toujours été négatif ces dernières décennies. Selon une estimation, les pays en développement n'ont cessé d'être des pourvoyeurs nets de ressources pour le reste du monde depuis 1980, avec des apports de l'ordre de 16 300 milliards de dollars<sup>31</sup>. Comme l'ONU l'a souligné<sup>32</sup>, la dette extérieure a joué un rôle central dans cette dynamique de transferts nets négatifs de ressources des pays en développement vers les pays développés, car elle était de plus en plus (re)financée sur les marchés financiers internationaux, plutôt que par des canaux bilatéraux et multilatéraux. Cette situation préoccupante a été confirmée dans des travaux récents, qui expliquent le siphonnage des ressources des pays en développement par des écarts négatifs persistants entre le taux de rendement de leurs actifs extérieurs et leur passif extérieur, alors que ces soldes sont positifs pour les pays développés<sup>33</sup>. L'inquiétude grandit aussi face à l'augmentation des flux financiers illicites en provenance des pays en développement, favorisée par l'évolution rapide des structures de production et des chaînes de valeur internationales et par le manque de coopération fiscale internationale propre à faciliter le contrôle des recettes fiscales des pays en développement au titre de leur participation à la production mondiale<sup>34</sup>.

## A. Principaux problèmes et moyens d'action au niveau international

### **Le système monétaire et financier international : renforcer les caractéristiques favorables au développement**

24. Étant donné la dimension mondiale de bon nombre des déterminants de la viabilité de la dette des pays en développement, il est indispensable de repenser la gouvernance monétaire et financière internationale. Les principales fonctions du système monétaire international sont de fournir les liquidités internationales nécessaires à une croissance équilibrée de la productivité et de l'emploi entre les pays et de concilier la coordination des stratégies au niveau international et le besoin de marge d'action au niveau national.

<sup>29</sup> G. Schmidt-Traub, 2015, « Investment needs to achieve the sustainable development goals: Understanding the millions and trillions », Sustainable Development Solution Network Working Paper.

<sup>30</sup> Estimations d'après la base de données de l'organisation Government Spending Watch, 2018 ([www.governmentspendingwatch.org/spending-data](http://www.governmentspendingwatch.org/spending-data), date de consultation : 5 juillet 2018).

<sup>31</sup> Global Financial Integrity, « Financial flows and tax havens: Combining to limit the lives of billions of people », 5 décembre 2016, disponible à l'adresse [www.gfintegrity.org/report/financial-flows-and-tax-havens-combining-to-limit-the-lives-of-billions-of-people/](http://www.gfintegrity.org/report/financial-flows-and-tax-havens-combining-to-limit-the-lives-of-billions-of-people/) (date de consultation : 5 juillet 2018). A/42/272-E/1987/72.

<sup>33</sup> Y. Akyüz, 2017, « External balance sheets of emerging economies: Low yielding assets, high-yielding liabilities », Centre Sud ; voir Fonds monétaire international, 2018, *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, Washington.

<sup>34</sup> TD/B/EFD/1/2.

25. Actuellement, les pays en développement sont tenus de conserver un accès stable aux liquidités internationales, alors qu'ils ne peuvent pas agir sur la disponibilité de ces liquidités, ni sur les conditions exigées. Du fait de cette asymétrie<sup>35</sup> dans le système monétaire international, ils sont contraints de chercher d'autres sources de financement extérieur, ce qui les expose à un risque plus élevé de crise de la balance des paiements, tandis que l'instabilité des taux de change influe négativement sur les décisions en matière de commerce et d'investissement. Faute d'un filet de sécurité financière mondiale qui aide les pays lésés par l'évolution brutale de la situation commerciale et financière internationale, il revient aux pays déficitaires de compenser les déséquilibres macroéconomiques croissants par l'adoption de programmes de rigueur qui limitent la croissance et de mécanismes d'auto-assurance coûteux qui reposent sur la constitution de réserves de change importantes.

26. S'il contribuait au développement, le système monétaire international empêcherait un tel gaspillage de ressources et faciliterait activement la transformation structurelle des pays en développement, en s'appuyant sur des dispositifs qui assurent à ces pays un accès à long terme à la demande extérieure et, par voie de conséquence, à des marchés d'exportation solides, de sorte qu'ils puissent rembourser leur dette extérieure, et en incitant de manière systématique les pays excédentaires et très productifs à recycler leurs excédents dans les pays peu productifs. Ce recyclage suppose d'adopter des politiques expansionnistes pour stimuler la demande intérieure d'importations en provenance de pays déficitaires et peu productifs, d'investir dans ces pays (plutôt que d'accumuler les réserves internationales ou d'investir les excédents sur les marchés financiers internationaux) et d'accorder des prêts aux pays peu productifs à des conditions raisonnables, voire préférentielles.

27. Si des propositions techniques ont été faites par le passé en vue de confier la charge de l'ajustement monétaire international – au moins en partie – aux pays excédentaires et très productifs, dans l'optique de relancer la demande mondiale globale à long terme<sup>36</sup>, elles n'ont jamais fait l'objet d'un consensus multilatéral qui aurait permis leur mise en application. Une solution plus réaliste, du moins pour ce qui est d'atténuer les obstacles actuels à la fourniture de liquidités internationales plus stables, consiste à modifier les modalités d'émission et d'allocation des droits de tirage spéciaux pour assurer une autre source de financement international du développement. Des émissions ad hoc de ce type d'instrument de financement aideraient à libérer des ressources intérieures pour le développement, en réduisant les réserves internationales obligatoires, et faciliteraient l'accès à un financement du développement assorti de conditions de faveur et d'un risque moins élevé<sup>37</sup>.

28. Les réformes réglementaires visant à stabiliser les marchés financiers internationaux n'ont guère progressé. En l'absence d'une action internationale plus concertée pour maîtriser la financiarisation, les pays en développement sont bien avisés de considérer l'adoption de mesures de contrôle des mouvements de capitaux comme un élément déterminant dans la gestion des flux financiers et de l'endettement extérieur pendant les cycles financiers et les cycles du crédit mondiaux. Des mesures proactives de gestion de la dette, qui maintiennent des conditions de financement favorables pendant de longues périodes, sont en outre essentielles<sup>38</sup>. Cependant, l'instabilité persistante des marchés financiers internationaux se répercute aussi sur la stratégie internationale de financement du développement, qui met l'accent sur les instruments de financement mixte. Il est impératif qu'avant de faire l'objet d'une vaste campagne de promotion, ces instruments voient leurs

<sup>35</sup> J. A. Ocampo, 2017, *Resetting the International Monetary (Non)System*, Université des Nations Unies, Institut mondial pour la recherche en économie du développement, Oxford University Press, Oxford et Helsinki.

<sup>36</sup> M. Amato et L. Fantacci, 2014, « Back to which Bretton Woods? Liquidity and clearing as alternative principles for reforming international money », *Cambridge Journal of Economics*, 38(6):1431–1452 ; X Zhou, « Reform the international monetary system », Banque populaire de Chine, 23 mars 2009.

<sup>37</sup> Département des affaires économiques et sociales, 2012, *World Economic and Social Survey 2012: In Search of New Development Finance* (publication des Nations Unies, numéro de vente E.12.II.C.1, New York).

<sup>38</sup> Département des affaires économiques et sociales, 2018, « Navigating financial risks through macroprudential policies: Recent experiences of emerging economies », Policy Brief n° 57.

règles de conception clairement définies, de façon à éviter que le « court-termisme » qui prévaut sur les marchés financiers internationaux non réglementés ne gagne le domaine du financement du développement – ce qui aurait des effets négatifs directs sur la viabilité de la dette des pays en développement. Ces effets négatifs pourraient être atténués au moyen de dispositions réglementaires qui imposent de réinvestir le produit privé des projets de financement mixte dans les pays en développement. Pour faciliter l'accès des pays en développement à des sources de financement et, par voie de conséquence, rendre leur dette plus soutenable, on peut aussi compter sur les engagements des pays développés en faveur de l'aide publique au développement et sur leur contribution à une augmentation sensible des capitaux destinés aux banques multilatérales de développement. Les mécanismes d'appui régionaux, tels que les unions de compensation régionales et les mécanismes financiers connexes, méritent également plus d'attention.

29. Face aux préoccupations de plus en plus grandes suscitées par l'insoutenabilité de la dette des pays en développement, la communauté internationale s'est surtout attachée à promouvoir des principes juridiques non contraignants en faveur des prêts et des emprunts responsables<sup>39</sup>. Les Principes de la CNUCED pour l'octroi de prêts et la souscription d'emprunts souverains responsables (2012) ont eu un rôle pionnier à cet égard et restent le cadre normatif le plus complet lorsqu'il s'agit de parvenir à des pratiques optimales en matière de prêts et d'emprunts souverains responsables, fondées sur la coutume et l'application de normes juridiques internationales établies, telles que la transparence, la légitimité, l'impartialité, la bonne foi et la viabilité<sup>40</sup>. Ces principes sont le fruit d'études juridiques et économiques approfondies ainsi que d'un processus de consultation étendu, auquel ont notamment participé plus de 70 États membres créanciers et débiteurs, le FMI, la Banque mondiale, l'OCDE et le Club de Paris. De plus, ils sont mentionnés dans le Programme d'action d'Addis-Abeba, ont été accueillis favorablement dans de nombreuses résolutions de l'Assemblée générale des Nations Unies et sont un élément récurrent des rapports d'examen et de suivi du Groupe de réflexion interinstitutions sur le financement du développement. Des initiatives récentes, telles que les Lignes directrices du Groupe des Vingt (G20) pour le financement durable (2017)<sup>41</sup>, se concentrent sur les meilleures pratiques et les orientations à suivre eu égard à la viabilité des mesures et des instruments de financement innovants et fondés sur le jeu du marché.

30. Ces initiatives non contraignantes visent à obtenir un plus large consensus sur ce qui constitue un comportement responsable, à la fois des prêteurs et des emprunteurs, de manière à réduire la probabilité d'une crise de la dette souveraine, et à encourager une plus grande transparence et le partage des responsabilités dans la résolution des crises de la dette, pour des résultats plus équitables et plus efficaces. Même si, par définition, les principes juridiques en cause ne sont pas contraignants et que chacun peut y adhérer ou non, le fait qu'ils obtiennent un large consensus peut être d'importance, en ce qu'il ouvre la possibilité d'une convergence des réglementations aux niveaux national et international, et à terme, d'une réforme des dispositions juridiquement applicables. Il existe différentes méthodes, en principe complémentaires, pour assurer l'application effective des dispositions normatives et des meilleures pratiques. Par exemple, il est possible d'incorporer celles-ci à l'avance dans les clauses de compétence législative des contrats obligataires souverains, d'intensifier l'action concertée en vue de faciliter leur diffusion et de contribuer au renforcement des mécanismes réglementaires et institutionnels nationaux nécessaire à leur application systématique, et de faire en sorte que les organes juridictionnels (c'est-à-dire les tribunaux nationaux ou les tribunaux d'arbitrage) s'y réfèrent pour leur propre fonctionnement et leur prise de décisions.

31. En dernière analyse, et lorsque la dette deviendra manifestement insoutenable du fait de chocs exogènes (flux de capitaux, prix des produits de base ou facteurs environnementaux), de nouvelles mesures d'allègement pour les pays très vulnérables devront peut-être être envisagées. Cela supposera d'améliorer les critères applicables et de

<sup>39</sup> A/72/253.

<sup>40</sup> Pour un examen détaillé de ces principes, voir J. P. Bohoslavsky et M. Goldmann, dir. publ., 2016, « Special Edition on Sovereign Debt », *The Yale Journal of International Law*, 42(2).

<sup>41</sup> Voir [www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/G20-2016/g20-operational-guidelines-for-sustainable-financing](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/G20-2016/g20-operational-guidelines-for-sustainable-financing) (date de consultation : 5 juillet 2018).

cesser de décider de l'admissibilité des pays et du montant d'allègement auquel ils ont droit simplement en fonction du PIB par habitant, ainsi que d'élaborer des mécanismes grâce auxquels l'allègement de la dette contribue aux investissements liés aux objectifs du développement durable. Par exemple, des mécanismes d'échanges conditionnels, comme le dispositif d'échange de créances relatives aux changements climatiques proposé par la Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes ou la détermination *ex post* des conditions de libéralité, peuvent aider à garantir un emploi efficace de l'allègement de la dette dans les pays bénéficiaires.

### **Cadres d'évaluation de la viabilité de la dette des pays en développement**

32. Qu'est-ce qu'une « dette viable » ? La définition retenue a une influence directe sur l'élaboration des politiques de crise. Selon la définition la plus communément admise, la viabilité de la dette repose sur la correspondance entre un ensemble de variables macroéconomiques et politiques et la stabilisation de la dette, c'est-à-dire une situation de non-défaut de paiement, sans nécessité de restructuration de la dette ou de mesures d'ajustement d'une ampleur démesurée<sup>42</sup>. Cette conception met l'accent sur la dynamique de la dette à court terme, établie en fonction de projections macroéconomiques à moyen et à long terme, ce qui a des conséquences problématiques. Comme cela a été souvent souligné<sup>43</sup>, non seulement les projections macroéconomiques à long terme pâtissent de sérieuses erreurs prévisionnelles, mais la mise en avant de variables à court terme telles que l'excédent primaire peut conduire à privilégier des mesures de rigueur budgétaire contre-productives, qui compromettent les perspectives de croissance à plus long terme et la viabilité de la dette en contraignant les pays à ramener leurs investissements à long terme à des montants en rapport avec leurs obligations de remboursement à court terme. En accordant plus d'importance à court terme au remboursement de la dette qu'aux investissements dans les objectifs de développement à long terme, cette méthode usuelle de définition et d'évaluation de la viabilité de la dette se pose en obstacle à la réalisation du Programme de développement durable à l'horizon 2030. Il serait donc bon de réfléchir à d'autres cadres, qui définissent la viabilité de la dette en fonction des objectifs de développement à long terme et qui subordonnent les compromis entre l'endettement et la marge d'action budgétaire à des considérations pratiques explicites, notamment la nécessité pour les pays en développement d'allouer une plus grande part de leurs ressources au Programme 2030.

## **B. Problèmes et moyens d'action au niveau national**

33. La gestion de la dette intérieure devient particulièrement importante dans les pays en développement, dont l'endettement atteint des niveaux critiques. L'intérêt récent pour le sujet s'est concentré sur les instruments qui contribuent à atténuer les chocs exogènes subis par ces pays, à l'exemple des titres d'emprunt subordonnés à la capacité de l'État<sup>44</sup>, instruments financiers dont le rendement dépend, par contrat, d'une variable d'état (PIB, inflation, prix des produits de base, par exemple) ou d'un fait générateur (catastrophe naturelle ou épidémie, par exemple). Conçus pour améliorer la gestion de la dette en rattachant le service de la dette à la capacité de remboursement définie selon les variables susmentionnées, les titres d'emprunt subordonnés à la capacité de l'État peuvent aider à atténuer les problèmes de liquidité en période de tensions sur les marchés financiers internationaux et réduire la probabilité de restructurations coûteuses en offrant un mécanisme d'ajustement automatique. Malgré leurs avantages potentiels, leur adoption s'est jusqu'à présent limitée à quelques émissions d'obligations catastrophes et

<sup>42</sup> Fonds monétaire international, « Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries », 9 mai 2013.

<sup>43</sup> U. Panizza, 2015, « Debt sustainability in low-income countries: The grants versus loans debate in a world without crystal balls », Fondation pour les études et recherches sur le développement international, Working Paper 120 ; O. Blanchard, 1990, « Suggestions for a new set of fiscal indicators », OCDE, Département des affaires économiques, Working Paper n° 79.

<sup>44</sup> Par exemple, Fonds monétaire international, 2017, « State-contingent debt instruments for sovereigns », International Monetary Fund Policy Paper.

d'obligations vertes<sup>45</sup>. La principale difficulté est de gagner la confiance des investisseurs. L'augmentation des primes de risque, liée à l'aléa moral, à la nouveauté, au manque de transparence et de qualité des données, a tenu les opérateurs à distance et les marchés concernés sont soit très peu liquides, soit inexistant. La situation actuelle montre qu'il est important que les banques multilatérales de développement et les pays donateurs participent activement à l'instauration des conditions nécessaires à une adoption plus systématique d'instruments de ce type.

34. Le développement des marchés obligataires nationaux joue un rôle important dans l'évolution des capacités de gestion de la dette intérieure, mais le passage de l'emprunt extérieur à l'emprunt intérieur n'est pas la solution miracle pour parer à une plus grande vulnérabilité à l'endettement et s'accompagne de différents risques qui lui sont propres (voir sect. II plus haut). Cependant, d'une manière plus générale, une action concertée en vue du renforcement des systèmes bancaires et financiers locaux est bel et bien essentielle pour appuyer la mobilisation des ressources intérieures et le développement du secteur privé, surtout lorsque la finalité est d'assurer un financement à long terme aux secteurs dynamiques de l'économie. Une coordination stratégique des politiques monétaires et budgétaires est particulièrement importante si l'on veut créer des conditions qui ne s'opposent pas à la vigueur de l'investissement intérieur, à la stabilité des taux de change et à la viabilité de la dette extérieure sur de longues périodes. Sur le plan monétaire, il est indispensable de considérer tous les moyens d'action disponibles, y compris le contrôle des mouvements de capitaux, ainsi que des mesures macroprudentielles pour faciliter la gestion simultanée des prix, des taux de change et de la stabilité financière. Sur le plan budgétaire, il est essentiel que l'amélioration du recouvrement de l'impôt et la réduction des sorties de capitaux illicites occupent une place essentielle dans les stratégies nationales<sup>46</sup>. Les progrès qui auront été accomplis dans la mobilisation des ressources intérieures pourront aider les pays à dégager une marge d'action budgétaire et à financer les investissements liés aux objectifs de développement durable sans rendre leur dette insoutenable.

35. Enfin, il convient d'accorder une attention particulière au renforcement des capacités et aux investissements aux fins de la transparence et de la qualité des données sur la dette. Il est indispensable que des progrès soient faits dans la disponibilité et la qualité de ces données, sans quoi il ne sera pas possible d'élaborer des mesures – nationales ou internationales – propres à assurer la viabilité de l'endettement, surtout au vu de la complexité croissante des titres d'emprunt et de la nécessité de renforcer les capacités de gestion des risques opérationnels. Actuellement, la couverture des données reste incomplète dans de nombreux pays en développement en ce qui concerne la dette extérieure du secteur public, et les mécanismes et cadres relatifs à l'enregistrement, à la communication et au suivi des données sur la dette sont généralement insuffisants, à la fois pour la dette intérieure (y compris la dette des collectivités territoriales) et pour la dette privée. Il est très préoccupant de constater que les dettes non comptabilisées (cachées) augmentent, en raison de faiblesses dans le suivi et la notification des dettes extérieures éventuelles assorties de garanties publiques, par exemple dans le contexte des partenariats public-privé, et des dettes extérieures émises par des entreprises privées nationales par l'intermédiaire d'entités extraterritoriales ou hors bilan. La communauté internationale (dont le FMI, la Banque mondiale et les deux fournisseurs mondiaux de systèmes de comptabilisation de la dette et de gestion de la dette en aval, le Secrétariat du Commonwealth et le Système de gestion et d'analyse de la dette géré par la CNUCED) devrait encore redoubler d'efforts pour aider à améliorer les systèmes intégrés de gestion de la dette intérieure dans les pays en développement.

<sup>45</sup> CNUCED, 2017, « Environmental vulnerability and debt sustainability in the Caribbean: Do we have enough tools to address catastrophic risk? », note de synthèse n° 62.

<sup>46</sup> Voir TD/B/EFD/1/2.

#### IV. Résolution des crises de la dette : améliorer les mécanismes de restructuration de la dette souveraine

36. Face à la multiplication des cas de surendettement et de défaut de paiement dans les pays en développement, il devient urgent que les débats de longue date sur les améliorations à apporter aux mécanismes de restructuration de la dette souveraine aboutissent. Actuellement, les mécanismes de résolution des crises de la dette souveraine sont lents et fragmentaires, et débouchent souvent sur un partage inégal des charges et sur des coûts économiques, sociaux et politiques élevés pour les débiteurs souverains<sup>47</sup>. Les enjeux sont tels que, pour les débiteurs et les créanciers, il est surtout important de retarder toute déclaration officielle d'insolvabilité (laquelle ne doit pas être confondue avec l'illiquidité). Les États débiteurs sont réticents à se déclarer insolvable par peur de déclencher une crise financière nationale. Et les créanciers sont coopératifs car ils ont intérêt à empêcher une crise s'ils veulent préserver la valeur de leurs actifs. Le résultat n'est pleinement satisfaisant pour personne et peut se résumer par la formule « trop peu, trop tard ». Il est important de noter qu'une fois que la restructuration de la dette souveraine est engagée, le débiteur doit négocier séparément avec différents types de créanciers (bilatéraux, multilatéraux et privés) pour différents types de contrats.

37. L'une des principales voies de réforme a consisté à améliorer les mécanismes de marché déjà en place pour la restructuration de la dette souveraine, notamment la dette obligataire souveraine détenue par des acteurs privés. Outre les titres d'emprunt subordonnés à la capacité de l'État, il a été beaucoup question d'accroître et de perfectionner l'utilisation des clauses d'action collective dans le cadre des émissions d'obligations souveraines. En vertu de ces clauses, qui figurent dans le contrat de dette initial, la restructuration lie tous les créanciers pour autant que l'accord négocié obtienne le seuil d'adhésion prévu dans les dispositions contractuelles. Parmi les autres propositions qui peuvent être considérées comme étant fondées sur le jeu du marché figure la volonté de clarifier la clause *pari passu* (égalité de traitement), qui doit sa notoriété au procès de l'État argentin devant les tribunaux des États-Unis, clos en 2016.

38. Ces approches fondées sur le marché ont l'avantage d'être volontaires, d'être négociées avant toute crise et de permettre une réforme progressive, ce qui peut aider à assurer la stabilité du marché et à réduire l'incertitude. Elles proposent des améliorations bienvenues dans les négociations de restructuration privées, mais leur portée est limitée à la dette obligataire et elles ne s'appliquent pas de manière rétroactive aux obligations émises, ni ne traitent des problèmes en cas d'échec des négociations. En conséquence, les propositions visant à réformer les clauses d'action collective et à définir la clause *pari passu* ne sont guère parvenues à limiter l'influence des détenteurs d'obligations récalcitrants et des créanciers spécialisés dans les titres de créances sinistrées. Sur ce dernier point, quelques progrès ont été faits dans les législations nationales, mais ils n'ont pas été étendus aux régimes juridiques qui régissent généralement l'émission des contrats obligataires en cause.

39. Compte tenu de ces inconvénients, des méthodes plus systématiques de réforme des mécanismes de restructuration de la dette souveraine ont bénéficié d'un regain d'intérêt au niveau multilatéral. Dès les premières grandes crises de la dette dans les pays en développement, à la fin des années 1970 et au début des années 1980<sup>48</sup>, la CNUCED a estimé que des procédures rationnelles de renégociation de la dette devaient répondre à deux objectifs. Premièrement, elles devaient aider à empêcher une débâcle financière dans les pays qui peinaient à assurer le service de leur dette extérieure ; deuxièmement, elles devaient instaurer des mécanismes qui favorisent une restructuration équitable de la dette dont le service ne peut plus être assuré selon le contrat initial. Pour atteindre ces objectifs, il

<sup>47</sup> CNUCED, 2015, *Rapport sur le commerce et le développement, 2015 : Mettre l'architecture financière internationale au service du développement* (publication des Nations Unies, numéro de vente F.15.II.D.4, New York et Genève).

<sup>48</sup> En 1977, la CNUCED a plaidé pour des principes explicites de rééchelonnement de la dette et, en 1980, son organe directeur a approuvé les caractéristiques détaillées des opérations qui seraient menées face aux problèmes d'endettement des pays en développement intéressés.

n'est pas besoin de procédures internationales de faillite clairement définies, comme celles qui ont été proposées par le FMI au début des années 2000. Un cadre multilatéral de restructuration de la dette souveraine peut naître de quelques éléments fondamentaux :

a) Un moratoire sur la dette publique et/ou privée devrait être déclaré unilatéralement par le pays débiteur et avalisé par une instance indépendante pour éviter les conflits d'intérêts ;

b) Les moratoires devraient être accompagnés de contrôles des taux de change, notamment de la suspension de la convertibilité des dépôts en devises et autres actifs détenus par des résidents et des non-résidents ;

c) Des provisions devraient être constituées pour le financement des débiteurs-exploitants – la dette contractée après l'imposition d'un moratoire se voyant automatiquement conférer le caractère de dette prioritaire – et pour l'octroi de crédits aux pays en situation d'arriérés à des fins de financement des importations et d'autres transactions courantes essentielles ;

d) La restructuration de la dette, y compris par des opérations de reconduction et d'annulation, devrait être l'objet de négociations entre le débiteur et les créanciers.

40. Les Principes fondamentaux des opérations de restructuration de la dette souveraine (2015), contenus dans la résolution 69/319 de l'Assemblée générale, constituent la dernière proposition en date pour préciser le cadre des négociations entre débiteur et créanciers ; ils se fondent sur les orientations fournies par la CNUCED dans sa publication *Sovereign Debt Workouts: Going Forward – Road Map and Guide* (2015). Cet ouvrage établit un cadre interprétatif qui repose sur cinq principes juridiques généraux, à savoir la légitimité, l'impartialité, la transparence, la bonne foi et la viabilité, et guide pas à pas vers une procédure plus équitable et plus efficace de renégociation de la dette souveraine, depuis la décision de la restructuration jusqu'à la préparation des négociations, les négociations elles-mêmes et l'après-restructuration.

41. Le FMI a pris récemment de nouvelles dispositions bienvenues, sur le financement des débiteurs-exploitants et l'octroi de crédits aux pays en situation d'arriérés, qui favorisent une renégociation rationnelle de la dette souveraine. Néanmoins, les progrès restent lents lorsqu'il s'agit de l'adoption consensuelle et de la mise en œuvre d'un cadre multilatéral de restructuration de la dette souveraine. Cette situation témoigne de l'existence de conflits d'intérêts et d'un sérieux manque de consensus politique, ainsi que de préoccupations au sujet des incohérences juridiques, de la hauteur des attentes à l'égard de la réforme institutionnelle et, par voie de conséquence, de la nécessité de parfaire certaines propositions de mécanismes institutionnels qui pourraient améliorer les activités de contrôle, de coordination et d'appui technique intervenant dans la gestion et les opérations de restructuration de la dette souveraine. Il convient de souligner que les approches multilatérales formelles, non contraignantes et fondées sur le marché ne sont pas incompatibles entre elles et devraient même être considérées comme complémentaires, de manière à faire face aussi efficacement que possible aux cas de plus en plus nombreux de crises de la dette souveraine et à minimiser leurs répercussions sur la mise en œuvre du Programme de développement durable à l'horizon 2030.

## V. Conclusions

42. Il ne fait guère doute que la plus grande fragilité financière et la plus grande vulnérabilité à l'endettement des pays en développement se muent en obstacles de taille pour le développement durable, en général, et pour la mise en œuvre du Programme de développement durable à l'horizon 2030, en particulier. Pour remédier à cette situation de surendettement et de difficulté financière, il faut s'attaquer à ses causes. Il est important que des mesures de politique générale et des dispositions réglementaires aident à juguler l'instabilité des flux internationaux de capitaux et à garantir que le financement extérieur puisse être orienté vers des investissements productifs à long terme et des projets de développement.

43. L'analyse de fond de la viabilité de la dette des pays en développement invite à une réforme selon une approche globale, à la fois internationale, régionale et nationale. Fondamentalement, il faudrait que les conditions observables à chacun de ces niveaux soient compatibles avec deux objectifs principaux : premièrement, à court terme, favoriser le retour à des transferts nets positifs de ressources des pays développés vers les pays en développement, et, deuxièmement, à long terme, faire en sorte que les pays en développement se dotent des capacités de production et d'exportation qui leur permettent d'être moins tributaires du financement extérieur et de soutenir leur propre processus de développement. La difficulté de l'entreprise réside dans le fait qu'elle suppose non seulement d'examiner et d'apprécier différents moyens d'action, mais aussi de parvenir à un savant équilibre entre les marges d'action nationales, qui doivent permettre de répondre aux problèmes d'endettement, et la réglementation internationale, qui doit contribuer à la viabilité de la dette des pays en développement.

---



**Conférence des Nations Unies  
sur le commerce  
et le développement**

Distr. générale  
23 octobre 2018  
Français  
Original : anglais

---

**Conseil du commerce et du développement**

**Groupe intergouvernemental d'experts  
du financement du développement**

Deuxième session

Genève, 7-9 novembre 2018

Point 3 de l'ordre du jour provisoire

**Financement du développement : dette, viabilité de la dette  
et problèmes systémiques connexes**

**Note du secrétariat de la CNUCED**

**Correctif**

**Paragraphe 29, ligne 15**

Sans objet en français.

**Note de bas de page 41, page 10**

Sans objet en français.

---





**Conférence des Nations Unies  
sur le commerce  
et le développement**

Distr. générale  
26 octobre 2018  
Français  
Original : anglais

---

**Conseil du commerce et du développement**

**Groupe intergouvernemental d'experts  
du financement du développement**

Deuxième session

Genève, 7-9 novembre 2018

Point 3 de l'ordre du jour provisoire

**Financement du développement : dette, viabilité de la dette  
et problèmes systémiques connexes**

**Note du secrétariat de la CNUCED**

**Correctif**

**Page 9, paragraphe 23, ligne 2**

Sans objet en français.

**Page 12, ligne 2 (suite du par. 33)**

Sans objet en français.

**Note de bas de page 46, page 12**

Sans objet en français.

---

