

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE DE
L'ASSOCIATION
D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Numéro hors-série

DIX ANS DE TRANSITION
EN EUROPE DE L'EST

Bilan et perspectives

LA DETTE DES ÉCONOMIES EN TRANSITION : ÉVOLUTION ET MARCHÉ À SUIVRE

WILLEM BUITER*
RICARDO LAGO **

Depuis le début de la transition, les pays d'Europe Centrale et Orientale et de la Baltique, l'Europe du Sud-Est et la Communauté des États indépendants (CEI) ont connu de nombreux développements en matière de dette : d'un endettement soutenable au défaut de paiement pur et simple, avec des situations variant sensiblement selon les pays et les années. Seuls quelques pays présentaient des dettes extérieures élevées au début de la transition. La Bulgarie, la Hongrie, la Pologne, l'Union Soviétique et la Yougoslavie avaient largement emprunté aux pays occidentaux pendant l'ère communiste et avaient accumulé en 1989 un fardeau de dettes publiques extérieures élevé par rapport au PIB, aux exportations et aux recettes fiscales. La Roumanie avait également emprunté à l'étranger pendant les années 1970, mais avait remboursé intégralement ses créanciers occidentaux extérieurs, y compris les organismes multilatéraux de prêt pendant les années 1980 grâce à une politique dracoenne de rationnement de la consommation et de réduction des importations.

Plusieurs pays durent répartir leurs actifs et passifs financiers lors de la dissolution des anciennes entités et de la création des nouveaux États. Les pays issus de l'ex-République socialiste de Yougoslavie

* Chef économiste à la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD).

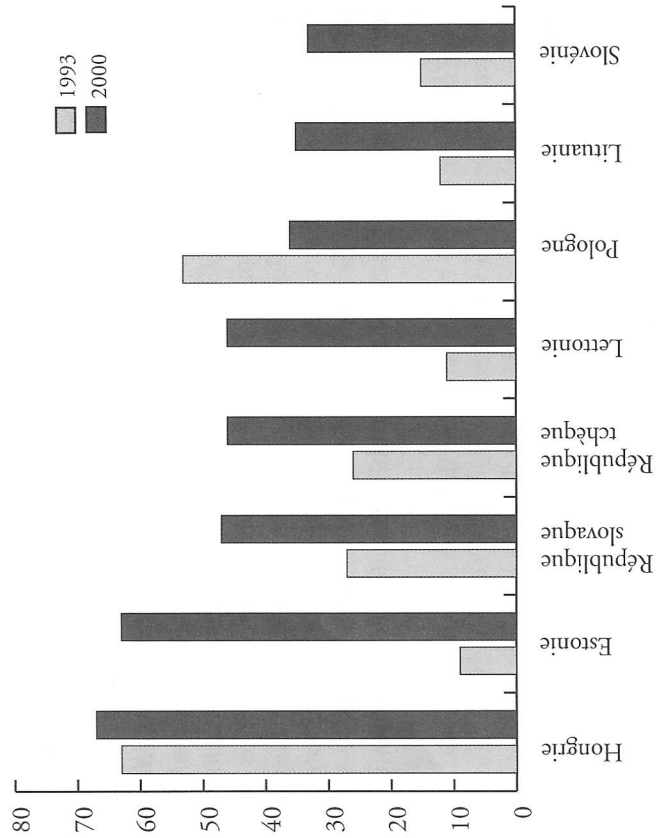
** Directeur adjoint du Bureau des Affaires économiques de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD).

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de leurs auteurs et ne représentent pas nécessairement le point de vue de la BERD.

Les auteurs tiennent à remercier Sofia Carrera et Javier Reyes pour son aide en matière de recherche ainsi

Grâce à une politique fiscale et financière appropriée, la Hongrie et la Pologne sont parvenues à améliorer leur cote de crédit. Pendant la dernière décennie, la Pologne a avancé graduellement vers une meilleure souplesse de son régime de taux de change, passant de l'ancrage à une large bande de fluctuation et, depuis 1999, à un cours flottant. La Hongrie a pris la même direction en matière de taux de change, avec l'adoption d'une marge de fluctuation mobile et l'annonce récente, début 2001, d'un élargissement de cette marge à +/- 15 %. Ces deux pays ont jusqu'à présent échappé aux bouleversements fréquents des marchés internationaux de capitaux, depuis la crise mexicaine de 1994 au défaut de paiement russe en 1998, en passant par la crise argentine en 2001. Ils ont également développé des marchés locaux pour les bons et obligations du Trésor, de manière à diversifier les sources de finance-

Graphique n°1
Dettes extérieure totale, publique et privée, d'Europe Centrale et Orientale et des pays baltes
(Dette en % du PIB)



Source : BERD et Global Development Finance (2001).

furent confrontés à ce problème après la désintégration de la fédération en 1991, même si sa résolution demanda plusieurs années à cause de conflits prolongés. En 1991, lors du démantèlement de l'Union Soviétique, la Russie offrit aux autres ex-Républiques soviétiques la possibilité de commencer leur transition sans endettement extérieur. Dans le cadre de l'« option zéro », toutes les dettes extérieures de l'Union Soviétique furent prises en charge par la Russie en échange de la cession à la Russie des droits des autres Républiques sur les avoirs de l'Union Soviétique à l'étranger. La répartition des dettes de l'ex-Tchécoslovaquie fut plus facile car les montants étaient réduits grâce aux politiques monétaires et fiscales prudentes suivies par le régime communiste.

Le présent article suit les principaux développements de l'endettement des pays de la région et montre les changements radicaux qui ont marqué le poids de la dette dans ces pays. Si certains, fortement endettés au début de la transition, ont réduit le fardeau de leur dette, d'autres qui avaient commencé dans de bonnes conditions ont accumulé très rapidement un endettement considérable. L'article insiste tout particulièrement sur la question de la soutenabilité de la dette publique et extérieure, de l'accumulation des dettes entre les pays de la CEI et de la crise qui a touché les paiements des importations d'énergie.

ÉVOLUTION DE LA DETTE PAR SOUS-RÉGION

Europe Centrale et Orientale et États baltes

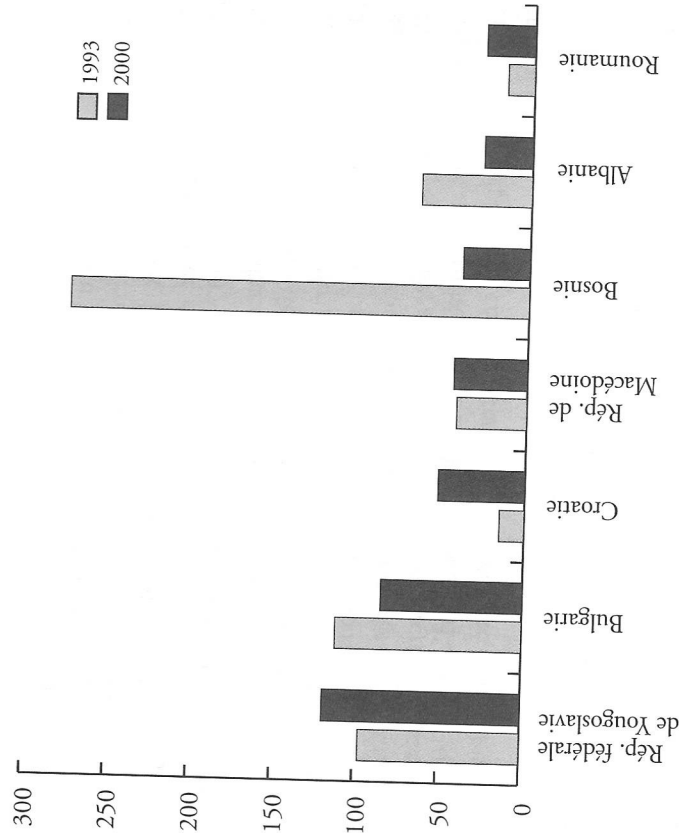
La Hongrie et la Pologne ont abordé leurs problèmes de dette de manière fondamentalement différente. Malgré son importante dette initiale, la Hongrie a continué à en assurer intégralement le service et s'est efforcée de résoudre le problème en mettant en œuvre une politique de stabilisation et d'ajustement. La Pologne, quant à elle, a fait appel aux pays occidentaux en demandant une réduction de sa dette aux créanciers bilatéraux publics du Club de Paris et aux créanciers bancaires du Club de Londres.

En 1991, les créanciers bilatéraux publics ont accordé à la Pologne une réduction d'un tiers de sa dette envers les membres du Club de Paris. C'est la première fois qu'une réduction formelle de la dette était accordée par ce groupe. Plus tard, en 1993, sous les auspices d'un programme du Fonds monétaire international (FMI), la Pologne a négocié une réduction similaire avec ses créanciers commerciaux. Cette restructuration a pris la forme d'une « opération Brady », dans laquelle sa dette commerciale non productive a été échangée à des conditions préférentielles contre des obligations. Ces obligations étaient gagées en partie par

Comme le montre le graphique n°1, la Hongrie reste le plus endetté

Graphique n°2 Dette extérieure totale, publique et privée, de l'Europe du Sud-Est

(Dette en % du PIB)



Source : BERD et Global Development Finance (2001).

tionale de 7 à 5 Md\$. En 1991, 1992 et 1995, elle a également négocié des accords de rééchelonnement avec des créanciers publics bilatéraux. Toutefois, contrairement à la Pologne, elle n'a pas bénéficié d'une réduction de sa dette par le Club de Paris. Une discipline budgétaire renforcée, depuis l'introduction en 1997 du *currency board*, a contribué à stabiliser la dette extérieure à environ 10 Md\$, soit l'équivalent de 80 % du PIB. La dette extérieure de la Bulgarie exerce encore une ponction majeure sur les recettes fiscales et d'exportation, d'autant plus que la quasi-totalité de sa dette extérieure n'est pas assortie de conditions préférentielles.

En Roumanie, des déséquilibres budgétaires persistants ont entraîné une accumulation de la dette extérieure. En particulier, d'importants emprunts à court terme sur le marché des euro-obligations en 1996-1998 ont contribué aux crises qui ont affecté la monnaie et les paiements en 1999 et 2000. Malgré cela, la Roumanie est parvenue à respecter ses obligations de paiement dans un contexte de sévère

son passé de débiteur modèle n'ayant jamais demandé ou obtenu un allègement de dette. Le rapport dette extérieure/PIB de la Hongrie dépassait 60 % à la fin 2000. Un endettement élevé (intérieur ou extérieur) et les conditions instables des économies en transition sur les marchés financiers internationaux soulèvent des questions sur les risques liés à la poursuite d'une stratégie d'« ancrage souple » telle qu'une parité à crémaillère avec bande étroite. L'abandon de la parité à crémaillère turque, début 2001, donne matière à réflexion. Conscientes de ce problème, les autorités hongroises ont décidé d'élargir la bande de fluctuation de +/- 2,25 % à +/- 15 %.

L'ex-Tchécoslovaquie a commencé sa transition avec des ratios réduits endettement extérieur/PIB et endettement public/PIB. En 1995, dans le cadre de la « révolution de velours » et de la dissolution de la fédération, environ deux-tiers de la dette étaient supportés par la République tchèque et un tiers par la République slovaque, des proportions correspondant approximativement à leur population. Depuis lors, le ratio dette extérieure/PIB des deux pays a doublé, en grande partie grâce aux prêts accordés par les banques commerciales aux secteurs public et privé et, dans une moindre mesure, grâce à l'émission d'euro-obligations.

Au moment de leur indépendance, les États baltes n'avaient pas de dette extérieure. L'adoption par ces pays de régimes de taux de change fixes et de restrictions au financement par la Banque centrale - sous forme de *currency board* en Estonie et en Lituanie - a entraîné une étroite dépendance des sources extérieures pour financer les déficits budgétaires. On a également assisté à une accumulation des emprunts du secteur privé. En conséquence, la dette extérieure - tout particulièrement en Estonie et en Lettonie - a augmenté dans des proportions significatives, mais néanmoins supportables. Compte tenu de la nature ouverte de leur économie et de leur vulnérabilité, ces pays doivent renforcer leurs finances publiques afin de maintenir leur stabilité.

La Slovaquie est le moins endetté des pays d'Europe Centrale et Orientale, avec un ratio dette extérieure/PIB d'environ 30 %. État issu de l'ex-République socialiste de Yougoslavie, la Slovaquie a hérité d'une partie de sa dette extérieure. Elle a été à l'origine de la répartition de la dette yougoslave et de la normalisation de ses relations avec les créanciers extérieurs.

Situation de la dette en Europe du Sud-Est

La Bulgarie a commencé sa transition avec un ratio dette extérieure/PIB supérieur à 120 % (voir graphique n° 2). En 1994, elle a conclu un accord Brady, qui lui a permis de réduire sa dette bancaire interna-

instabilité macroéconomique. Les ratios raisonnables dette extérieure/PIB suggèrent que le problème est essentiellement un problème de manque de liquidités et de perte de confiance liée à une mauvaise politique budgétaire.

Les passifs extérieurs de l'ex-République socialiste de Yougoslavie ont été divisés entre les nouveaux États en suivant approximativement la répartition du quota FMI¹. Comme indiqué plus haut, la Slovaquie a été la première à régulariser ses dettes avec les créanciers externes. La Croatie et l'ex-République yougoslave de Macédoine (ERYM) ont suivi, avec des accords passés en 1995 avec le Club de Paris et en 1996 et 1997 (respectivement) avec le Club de Londres. Aucun des deux n'a obtenu un allègement de sa dette de la part des créanciers publics ou des banques commerciales. La Croatie est ensuite parvenue à emprunter des fonds sur le marché des euro-obligations. Même si les ratios d'endettement extérieur semblent raisonnables de prime abord, la Croatie est confrontée à la difficulté d'importants passifs éventuels explicites et implicites, susceptibles de grever les finances publiques. L'ERYM est face à d'autres difficultés et risques budgétaires compte tenu de l'insécurité qui règne à sa frontière nord.

Après les accords de Dayton, la Bosnie Herzégovine a renégocié sa dette, en 1997 avec le Club de Londres et en 1998 avec le Club de Paris. Elle est parvenue à un accord de réduction avec ces deux instances.

Après une décennie de guerre, d'isolement et de mauvaise gestion, la République Fédérale de Yougoslavie commence sa transition avec un surendettement significatif. Fin 2000, sa dette publique extérieure représentait plus de 120 % du PIB et plus de cinq fois l'ensemble des exportations et des recettes fiscales. La majeure partie de la dette est constituée d'arriérés. Même en tenant compte d'une sous-évaluation de la production et des exportations, la Yougoslavie est face à un immense problème de dette. Parmi ses arriérés, on trouve 1,8 Md\$ dus à la Banque mondiale.

Cette institution a accordé au pays le statut de pays autorisé à emprunter à l'Association internationale de développement (AID) pour une période initiale de trois ans. Grâce à cela, le pays devrait obtenir une réduction significative de sa dette de la part des banques commerciales et des créanciers bilatéraux publics. Ces négociations devraient commencer dès que la Yougoslavie se conformera au programme du FMI. Si le traitement accordé à la Bosnie-Herzégovine par ses créanciers sert de précédent, les banques commerciales et les créanciers bilatéraux publics pourraient s'accorder sur une réduction

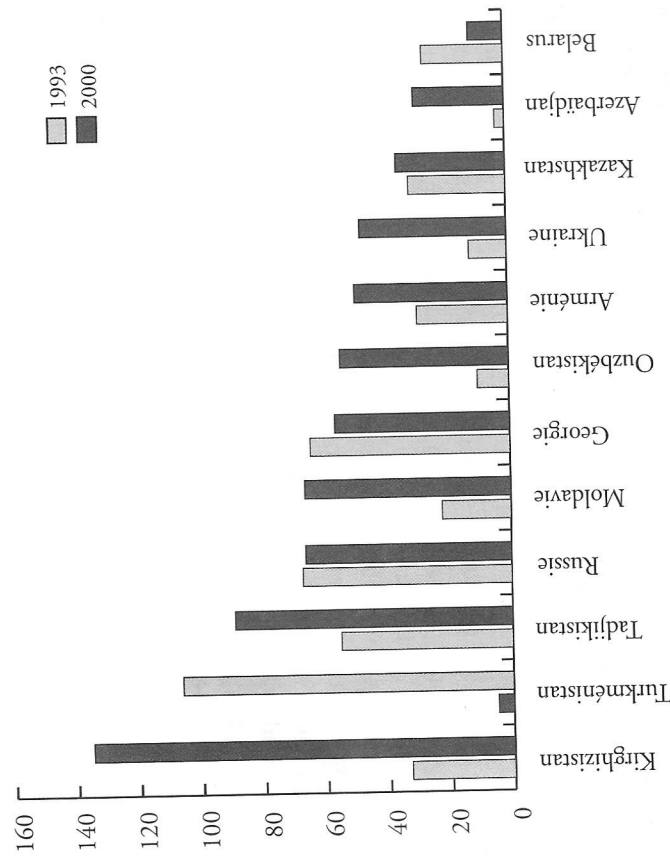
La Russie et les autres pays de la CEI

En 1991, la Russie a assumé tous les passifs financiers de l'ex-Union soviétique. Ces dettes comprenaient environ 50 Md\$ de dette publique bilatérale héritée de l'époque soviétique et environ 32 Md\$ de dettes envers les banques commerciales (voir graphique n°3). En même temps, la Russie a assumé les avoirs à l'étranger de l'ex-Union soviétique, y compris des prêts à de nombreux pays en développement en « roubles transférables ». Ces avoirs se sont révélés très difficiles à recouvrer, en partie à cause de désaccords avec les débiteurs quant au taux de change à appliquer pour convertir ces roubles en devises fortes.

Depuis le début de la transition, les créanciers ont traité les problèmes de dette extérieure de la Russie comme le reflet de l'illiquidité et non de l'insolvabilité. La Russie a assumé officiellement la dette soviétique en 1993. En 1992, 1993, 1994 et 1995, des rééchelonnements à court terme ont été négociés avec le Club de Paris.

Graphique n°3

Dette extérieure totale, publique et privée, de la CEI
(Dette en % du PIB)



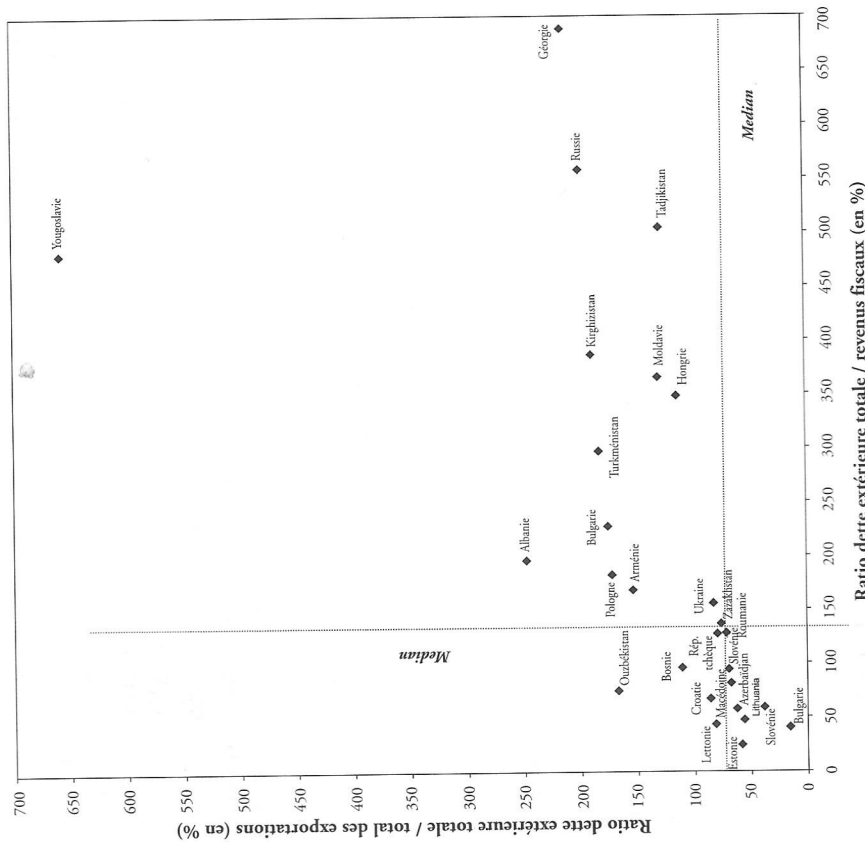
Un rééchelonnement global a été accordé pour la première fois par le Club de Londres en 1996. Malgré ces rééchelonnements, les créanciers supposaient que, compte tenu de son capital humain et de ses ressources naturelles, la Russie pourrait assurer intégralement le service de toute ses anciennes et nouvelles dettes une fois l'économie stabilisée. Cette position motiva une poursuite des prêts publics et privés jusqu'à la crise financière d'août 1998.

La capacité du gouvernement russe à respecter ses obligations en matière de dette a été sérieusement entamée par l'échec de la mise en œuvre de réformes adéquates des finances publiques. Les recettes fiscales ont été sérieusement entamées par la tolérance généralisée des arriérés fiscaux et l'adoption d'un modèle incohérent de fédéralisme fiscal : le contrôle effectif de la majeure partie des recettes fiscales a été transféré aux régions, tandis que les responsabilités financières restaient du ressort de la Fédération. En même temps, le manque de compétitivité, de liquidités et la fraude dans le secteur des entreprises a entraîné la prolifération du troc et des autres modes de paiement non monétaires. Les contrôles prudeniels laxistes des banques et de leurs activités hors bilan ont encouragé un financement à court terme par les investisseurs étrangers. Tous ces facteurs ont limité la croissance des recettes financières et contribué à l'accumulation de passifs explicites et significatifs.

En 1998, la situation de la dette russe s'est détériorée. En janvier, le taux de change a été fixé autour d'une parité centrale avec une bande d'intervention de +/-10 %. L'objectif était de réduire l'inflation annuelle à moins de 10 % en utilisant le taux de change comme point d'ancrage nominal. Toutefois, la défense du taux de change dans un contexte de déficits budgétaires persistants exigeait une augmentation des émissions de bons du Trésor (les GKO). La réserve accrue de GKO créait des doutes quant à la soutenabilité de cette stratégie anti-inflationniste. Les porteurs de GKO commencèrent bientôt à exiger des taux d'intérêt de plus en plus élevés - reflétant les primes de change et de défaut - pour repousser l'échéance des bons du Trésor arrivant à maturité. Le résultat final fut un complet défaut de paiement de la dette publique en roubles, un moratorium des banques et entreprises russes sur le service de leur dette extérieure et une brutale dévaluation du rouble qui atteignit alors un cinquième de sa valeur précédente vis-à-vis du dollar. En 1999-2000, le gouvernement parvint à nouveau à restructurer ses dettes extérieures avec le Club de Paris et le Club de Londres. Il obtint une réduction du tiers de ses 32 Md\$ de dette envers le Club de Londres.

S'agissant des autres pays de la CEI, trois points ressortent. Tout

Graphique n°4 Poids de la dette publique et extérieure - 1999 (Dette en % du total des exportations et des recettes fiscales)



Sources: BERD, World Development Indicators (2000) and Global Development Finance (2001).

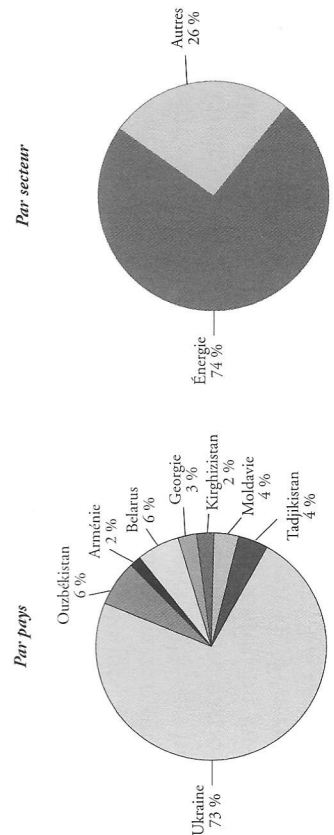
d'abord, on a assisté à une rapide accumulation de la dette extérieure, à partir d'un départ sans endettement en 1991. Ensuite, certains des pays les plus pauvres de la région (Arménie, Géorgie, Moldavie, Kirghizistan et Tadjikistan) et ceux qui leur prêtaient ont laissé rapidement s'accumuler des dettes, dont la soutenabilité est maintenant à l'étude (graphiques n°4 et 5), bien que la majeure partie de ces dettes soit assortie de conditions préférentielles. Enfin, un ensemble complexe de dettes et d'arriérés dans le secteur de l'énergie s'est développé à l'intérieur de la CEI. La Russie, le Turkménistan et les trois autres pays producteurs de pétrole en sont les créanciers et l'Ukraine le principal débiteur.

La dette entre les pays de la CEI et la crise des paiements en matière d'énergie

Un fort endettement s'est développé entre les pays de la CEI depuis l'effondrement de l'ex-Union Soviétique en 1991. Une grande partie de ces dettes concerne les livraisons de pétrole effectuées par les cinq pays les plus riches en énergie - la Russie, l'Azerbaïdjan, le Kazakhstan, le Turkménistan et l'Ouzbékistan - en faveur des huit autres pays de la CEI. La Russie est de loin le principal créancier. En l'an 2000, les dettes et arriérés dus à la Russie s'élevaient à presque 7 Md\$, dont 5 Md\$ concernent le secteur de l'énergie (graphique n°5). Le principal débiteur de la Russie était l'Ukraine, dont les dettes et arriérés ont atteint 5 Md\$ (les estimations diffèrent considérablement entre le débiteur et le créancier). Après la Russie, le Turkménistan est le deuxième créancier ; ses principaux débiteurs sont l'Ukraine et la Géorgie.

La dissolution de l'Union Soviétique s'est accompagnée d'un brutal changement des termes de l'échange au détriment des pays de la CEI importateurs d'énergie. L'ajustement des prix aux conditions du marché qu'ils payaient pour leurs importations d'énergie - autrefois largement subventionnées - représenterait probablement une perte équivalente à une baisse permanente de 15 % du PIB dans certains pays. Initialement, pendant la courte durée de vie de la zone rouble en 1991-1993, les passifs se sont accumulés dans les comptes correspondants des Banques centrales des nouveaux États importateurs de pétrole. Les passifs des comptes correspondants ont ensuite été restructurés en 1993 comme dette inter-gouvernementale, la Russie et le Turkménistan devenant les principaux créanciers.

Graphique n°5
Dettes dues à la Russie par les pays de la CEI
(Dette totale = 6,8 Md\$ - 1999 fin d'année)



Source: FMI Recent Economic Development Reports and BERD staff calculations.

Les problèmes régionaux en matière d'énergie et l'accumulation de la dette qui en a découlé entre les pays de la CEI ne se sont pas améliorés depuis 1993. Les importateurs d'énergie dépendent encore de l'infrastructure héritée de l'ère soviétique et sont dominés, en particulier, par Gazprom. L'ouverture en 2001 du pipeline CPC entre le gisement de Tengiz au Kazakhstan et la Mer noire devrait, parmi d'autres projets de nouveaux pipelines, contribuer à réduire cette dépendance.

Aggravant le problème, les autorités des pays importateurs d'énergie ne sont pas parvenues à réformer leurs secteurs de l'énergie. En particulier, ils ont été incapables - très souvent par manque de volonté - d'imposer des contraintes budgétaires strictes à leurs services publics. Le défaut de paiement et le troc dans les livraisons d'électricité et d'autres services à l'intérieur du pays comptent parmi les plus sérieux problèmes affectant la transition dans les pays de la CEI. Les gouvernements n'étaient pas en mesure d'appliquer des prix permettant, ne serait-ce qu'un recouvrement des coûts, perpétuant l'illusion qu'une ressource rare peut être traitée comme un dû gratuit. Les entreprises et les consommateurs ont été autorisés, de fait, à utiliser les services publics d'énergie comme des organismes de crédit bon marché. Le défi de la restructuration est considérable car, dans ces pays, l'intensité énergétique de l'industrie, et l'accès et l'utilisation de cette énergie par la population dans son ensemble, sont bien plus élevés que dans les pays en développement aux niveaux de revenus comparables.

L'accumulation continue de dettes et d'arriérés envers Gazprom et les autres fournisseurs de pétrole a poussé leurs gouvernements respectifs à assumer périodiquement les dettes des créanciers comme des débiteurs du secteur de l'énergie. Elle a également donné lieu à des échanges dette-participations et à des accords de troc. L'acquisition en novembre 2000 par Gazprom d'une participation en capital dans Moldova Gaz en échange de l'annulation de 38 Md\$ de dette est un exemple de ces échanges dette-participations. De même, en 1994, l'Ukraine et la Russie ont restructuré quelque 2 Md\$ de dettes dans les secteurs du pétrole et de l'électricité, le service de la dette de l'Ukraine venant en déduction des paiements par la Russie du crédit-bail pour l'utilisation par la flotte de la Mer noire des installations navales de Sébastopol.

Le troc - auquel ont fait appel les utilisateurs privés pour payer les services publics et ces services publics pour payer leurs fournisseurs étrangers - a souvent été lié à des cas de corruption largement médiatisés. À l'origine, le troc fut encouragé comme moyen de maintenir les échanges entre les entreprises et pays à court de liquidités. Toutefois, il est devenu de plus en plus évident que le troc était principalement utilisé pour dissimuler le véritable « prix monétaire implicite » lié à ces transactions. Le système de troc généralisé, introduit dans le secteur ukrainien

de l'énergie par un ancien Premier ministre - aujourd'hui inculpé à l'étranger - est considéré par certains analystes comme un outil de fraude pur et simple. Itera, entreprise créée à l'origine pour commercer sur la base du troc avec l'Ukraine, fait l'objet d'un examen attentif des actionnaires minoritaires de Gazprom pour s'être, semble-t-il, engagée dans des transactions opaques entre les deux entreprises au détriment des actionnaires minoritaires de Gazprom. Compte tenu de cela, il n'est pas surprenant que des désaccords sérieux soient apparus quant à l'importance des arriérés de gaz dus par l'Ukraine à Gazprom et à la Russie. Il est arrivé que le désaccord entre le créancier et le débiteur, quant à l'importance de la dette, porte sur l'équivalent de 1 Md\$.

La solution du problème de dette entre les pays de la CEI est inévitablement complexe. Certains des débiteurs sont des pays à faibles revenus qui ont atteint des ratios dette publique/recettes fiscales et dette extérieure/exportations extrêmement élevés (voir le graphique n°4). C'est le cas de l'Arménie, de la Géorgie, du Kirghizistan, de la Moldavie et du Tadjikistan. Par ailleurs, tous ces pays ont connu des conflits intérieurs ou de frontière, des guerres, des catastrophes naturelles et même (c'est le cas de la Géorgie et de la Moldavie) une perte de contrôle sur une partie de leur territoire.

Les pays de la CEI peuvent et doivent essayer de mettre fin à l'accumulation de la dette extérieure dans le secteur de l'énergie en mettant en œuvre une réforme d'ensemble de ce secteur. La Géorgie et la Moldavie ont lancé des réformes audacieuses dans le secteur de l'électricité en séparant la production, la distribution et la transmission et en établissant un organe de contrôle indépendant. Par ailleurs, la Moldavie et la Géorgie ont déjà privatisé - avec l'aide de la BERD - une grande partie des réseaux de distribution d'énergie, au bénéfice d'importants investisseurs stratégiques. La Géorgie a également privatisé deux centrales hydroélectriques. D'autres pays, tels que l'Arménie et l'Ukraine, s'engagent également dans cette direction. On peut espérer que la privatisation de la distribution entraînera un renforcement de la discipline de paiement. L'Ukraine a déjà progressé dans la réduction du troc grâce à des mesures politiques directes. La création de fonds améliorés au point de distribution devrait permettre un retour des sommes vers les centrales, leur permettant ainsi d'acquiescer et d'importer du carburant. Ces mesures contribueront à prévenir une nouvelle escalade de la dette entre les pays de la CEI et une nouvelle crise des paiements de l'énergie.

GESTION DE LA DETTE EXTÉRIEURE ET PUBLIQUE : PROBLÈMES ET MÉTHODES

Une gestion efficace de la dette publique exige que soient examinées simultanément l'ensemble des obligations contractuelles en cours (dette

explicite), la réserve de passifs éventuels explicites ou implicites (consignations versées en garantie ou garanties de renflouement pour les banques) et les futures dépenses et recettes hors intérêts. La confiance des investisseurs dans la capacité d'un gouvernement à assumer ses obligations contractuelles ne peut jamais être prise pour acquies. Le risque existe toujours d'une période de désordre des marchés dans laquelle les liquidités disparaissent et l'échéance des dettes arrivant à maturité ne peut pas être repoussée. Pour cette raison, les questions touchant au calendrier de service de la dette publique - détails des paiements contractuels à venir - sont importantes pour les décideurs (et les créanciers), et pas seulement la valeur actualisée des futurs paiements contractuels. Ces considérations s'appliquent à la gestion de la dette publique, qu'elle soit extérieure ou intérieure, et également à la gestion de la dette privée. Il est préférable d'examiner la dette extérieure d'un pays comme la somme de ces deux composants : la dette extérieure publique et la dette extérieure privée, dans la mesure où les facteurs déterminant le comportement de ces deux éléments sont probablement relativement dissemblables. Il est très essentiel d'être précis et explicite quant à la manière dont sont tracées les limites du secteur public.

Pour de nombreuses questions touchant à la soutenabilité de la dette publique, l'ensemble des données relatives aux administrations publiques et à la Banque centrale fournissent la meilleure base d'information sur le secteur public. Toutefois, les données en matière de dette sont souvent inexistantes sous cette forme, car la Banque centrale est souvent traitée séparément ou liée au reste du secteur bancaire. Même les données concernant les administrations publiques (gouvernement central, gouvernements régionaux et locaux, ainsi que toutes les agences et fonds hors budget) sont souvent incomplètes pour de nombreux pays de la région. On doit donc parfois se contenter des données fournies par le gouvernement central, même si elles peuvent être erronées à la fois pour les comparaisons entre les années et entre les pays.

Liquidité, solvabilité et soutenabilité de la dette

La distinction entre l'illiquidité et l'insolvabilité est claire en principe, mais souvent floue en pratique. Dans le secteur privé, on parle d'insolvabilité quand le total des passifs dépasse celui des actifs. L'illiquidité est l'incapacité d'un emprunteur à honorer ses obligations à l'aide de ses ressources présentes et de ses nouveaux emprunts. Dans une économie de marché en bonne santé, l'insolvabilité implique l'illiquidité. L'illiquidité et la solvabilité peuvent néanmoins coexister en cas de situation temporaire de « désordre des marchés », dans laquelle l'accès au financement privé devient prohibitif, même si le coût d'opportunité du crédit ou les coûts « normaux » du marché restent à des niveaux raison-

nables. L'illiquidité, déterminée par le coût réel du crédit, peut donc exister en dépit d'une situation de solvabilité, à condition que les actifs et les passifs soient évalués en utilisant les coûts normaux du crédit plutôt que ceux du marché. Bien sûr il est très difficile de vérifier en pratique le fait qu'un emprunteur est solvable mais privé de liquidités.

Même si les prix normaux du marché sont appliqués, le test par « analyse du bilan » de l'insolvabilité - passifs dépassant les actifs - ne peut pas être véritablement appliqué à un gouvernement (ou à un pays). Ce test implique de toute évidence davantage qu'une comparaison des actifs et passifs financiers : la plupart des gouvernements ont plus de passifs que d'actifs et sont pourtant tout à fait solvables. Il n'est pas non plus suffisant d'inclure d'autres actifs matériels. Pour appliquer le test d'analyse du bilan, tous les passifs et actifs en cours doivent être assortis de la valeur actualisée de toutes les recettes et obligations futures et prévisibles n'entrant pas dans le cadre du paiement de la dette.

Dans une économie de marché en bonne santé, chaque emprunteur insolvable est également confronté à des contraintes de liquidités. La crainte de l'insolvabilité est en effet une cause - et peut-être la principale cause - de l'illiquidité. La solvabilité du gouvernement est difficile à mesurer. Toute tentative de le faire implique inévitablement des jugements subjectifs qui peuvent être contestés. En conséquence, la distinction conceptuelle entre l'insolvabilité et l'illiquidité est difficile à établir en pratique.

Il n'est pas simple de mesurer la solvabilité d'un État et la soutenabilité du programme fiscal, financier et monétaire du gouvernement. Les ratios d'endettement externe généralement utilisés (pour le gouvernement ou pour le pays dans son ensemble), tels que le ratio dette extérieure/PIB, exportations ou recettes fiscales, sont souvent utilisés comme premier indicateur global du fardeau de la dette. Le graphique n°4 présente les ratios dette publique extérieure/exportations et dette publique totale/recettes des administrations publiques comme des mesures simples du fardeau de la dette publique. On peut voir qu'en général les pays présentant des ratios relativement élevés en termes de dette publique/recettes des administrations publiques ont souvent des ratios dette extérieure publique/exportation assez élevés également. Ce n'est pas, bien entendu, une règle absolue. Cette observation confirme le point de vue selon lequel une mauvaise gestion des finances publiques est la cause du problème de dette extérieure de nombreux pays de la région.

Toutefois, ces mesures ne rendent pas entièrement compte des facteurs dynamiques qui affectent le niveau de soutenabilité de la dette. Parmi ces facteurs, on trouve la perception de la capacité de l'emprunteur à générer à l'avenir des ressources pouvant être utilisées pour le futur

service de la dette. En fin de compte, pour le pays dans son ensemble, c'est la croissance future des exportations (combinée à une croissance limitée des importations) qui génère les ressources permettant d'assurer le service de la dette extérieure (publique ou privée). De même, pour un gouvernement dont la capacité d'imposition est limitée par les ressources de l'économie, c'est la croissance à venir des impôts et du PIB (combinée à une augmentation maîtrisée des dépenses publiques) qui génère des ressources pour le service de la dette publique (intérieure ou extérieure).

Le niveau des taux d'intérêt est un autre facteur, y compris les primes de risques exigées par les créanciers pour les prêts au secteur privé ou au gouvernement. Ces primes ne dépendent pas seulement des ratios d'endettement initiaux, mais également des attentes des créanciers quant aux perspectives de croissance du PIB, des exportations ou des recettes fiscales ou aux perspectives de restriction de la croissance des importations ou des dépenses publiques. Des primes de risque élevées peuvent rendre impossible le refinancement de dettes modérées par rapport aux ressources réelles. Dans des circonstances favorables, les créanciers ont confiance dans la solvabilité du gouvernement emprunteur. Les primes de risque sont faibles, de même que les taux d'intérêt. Avec ces faibles taux d'intérêt, les obligations en matière de dette sont couvertes par les futures recettes fiscales, compte-tenu des dépenses publiques (hors intérêts) attendues. La dette est ainsi réputée sécurisée.

Avec exactement les mêmes principes essentiels (dette initiale et estimations sur les impôts à venir et les dépenses publiques hors intérêts), différentes situations peuvent néanmoins se réaliser quant à la solvabilité du gouvernement. Si on estime que l'État peut ne pas honorer sa dette à l'avenir, les primes de risque augmentent. Le coût associé au prolongement de l'échéance de la dette s'accroît et peut devenir prohibitif. Le défaut de paiement peut se produire, confirmant les estimations les plus pessimistes.

L'allègement de la dette ou d'autres défauts de paiement négociés peuvent intervenir à des ratios dette/PIB, exportations ou recettes fiscales relativement faibles en comparaison des normes appliquées dans d'autres pays ou à d'autres époques. Ainsi, le récent accord passé entre l'Ukraine et ses créanciers pour refinancer environ 1,8 Md\$ d'obligations arrivant à maturité début 2000, est un exemple de défaut de paiement partiel négocié, malgré les ratios d'endettement modérés du pays et du gouvernement. Au contraire, d'autres économies en transition présentant des ratios d'endettement plus élevés - comme la Hongrie - ont continué à respecter leurs obligations contractuelles en mettant en œuvre une politique solide générant de meilleures perspectives de croissance du PIB, des exportations (nettes des importations) et

des recettes fiscales (nettes des dépenses publiques hors intérêt). Le défaut de paiement des obligations argentines en novembre 2001 est un autre exemple. Les ratios dette/PIB de la Hongrie et de la Pologne ne sont pas aussi faibles que celui de l'Argentine, mais les rendements des obligations d'États de ces deux pays ont souffert à la suite du défaut de paiement de l'Argentine. Les paragraphes qui suivent montrent comment un concept de solvabilité pour le secteur public peut être transformé en outil opérationnel permettant de prévenir les problèmes d'endettement à venir.

Évaluation de la soutenabilité de la dette

Pour déterminer si les problèmes de service de la dette des pays sont seulement des difficultés de liquidités et de trésorerie ou s'il s'agit de problèmes plus fondamentaux de soutenabilité ou de solvabilité, les analystes utilisent souvent des indicateurs tel que les ratios dette extérieure/PIB ou dette extérieure/exportations. Par ailleurs, le ratio service de la dette extérieure/exportations est utilisé comme indicateur de problèmes potentiels de liquidités externes. De même pour évaluer la soutenabilité du programme fiscal et financier d'un gouvernement, les analystes utilisent souvent les ratios dette publique/PIB ou dette publique/recettes fiscales. À nouveau, le ratio service de la dette/recettes fiscales est souvent utilisé comme indicateur des problèmes potentiels de liquidités d'un pays. Par exemple, l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés détermine si les pays autorisés à emprunter à l'Association internationale de développement (AID) peuvent bénéficier d'une réduction de leur dette en considérant deux ratios : ratio dette publique extérieure/exportations supérieur à 150 % et ratio dette publique totale/recettes du gouvernement central supérieur à 250 %.

Deux pays aux ratios d'endettement ou de service de la dette similaires peuvent toutefois présenter des perspectives très différentes s'agissant du remboursement de la dette. Ces perspectives dépendent de la croissance de leur PIB et de leurs exportations, des taux d'intérêt réels payés sur leur dette, de leur capacité future à générer des excédents primaires (hors intérêt) et de la perception qu'ont leurs créanciers des risques d'insolvabilité. En conséquence, l'examen de ces simples ratios n'est pas suffisant. Le service de la dette publique intérieure implique un transfert interne entre les contribuables et/ou les bénéficiaires des dépenses publiques d'un côté, et l'État de l'autre. L'État doit réunir des ressources en monnaie locale (*via* l'imposition, la réduction des dépenses ou de nouveaux emprunts) suffisantes pour payer les intérêts et le principal de la dette arrivant à maturité. En conséquence, le service de la dette publique intérieure est essentiellement un problème de soutenabilité fiscale. Le service de la dette publique extérieure, quant à lui, implique à

la fois un transfert interne (entre les secteurs privé et public du pays) et un transfert externe (entre l'économie du pays et le reste du monde). Tout d'abord, le gouvernement doit réunir des fonds en monnaie locale (transfert interne) et ensuite il doit être en mesure de convertir la monnaie locale en devises étrangères fortes (transfert externe).

Une manière d'apprécier la soutenabilité de la dette publique totale (intérieure et extérieure) consiste à évaluer l'ordre des excédents primaires prévus ou anticipés (c'est-à-dire à estimer la valeur actualisée) et à comparer cette évaluation avec le montant nominal de la réserve de dette en cours. L'excédent primaire de l'État est constitué des recettes fiscales moins les dépenses hors intérêts. D'après ce calcul, l'État est solvable si le service de sa dette peut être assuré, maintenant et à l'avenir, sans qu'il s'engage dans une opération pyramidale pour régler sa dette publique. On parle d'opération pyramidale si le gouvernement assure régulièrement le service de sa dette en repoussant tout simplement l'échéance des dettes arrivant à maturité et en empruntant davantage pour payer les intérêts. Pour qu'il ne soit pas impliqué dans une opération pyramidale, la valeur actualisée de ses excédents primaires courants et futurs doit être au moins égale à la valeur nominale de l'encours de la dette. Si cette condition est réunie, la faisabilité à long terme du transfert interne est assurée.

De même, pour assurer la soutenabilité de la dette extérieure (publique et privée), il est nécessaire de vérifier si la valeur actualisée de l'excédent courant hors intérêts (actuel et du futur proche) de la balance des paiements - l'excédent primaire pour l'ensemble de l'économie - est au moins égal à la valeur nominale de la dette extérieure totale (publique et privée). Si cette condition est réunie, le cadre à long terme d'un transfert extérieur réussi est en place.

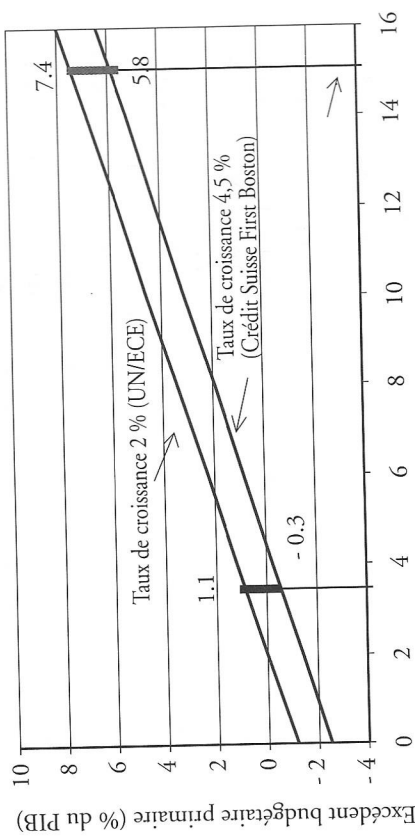
On notera toutefois que ce ne sont pas des règles opérationnelles permettant d'évaluer la solvabilité. Elles dépendent d'estimations (souvent de suppositions) quant aux excédents primaires à venir, aux taux d'intérêt et aux taux de croissance qui peuvent différer selon les créanciers, les analystes et les institutions. Néanmoins, on peut définir un indicateur opérationnel de la faisabilité des obligations de dette publique en calculant la valeur de l'excédent primaire à venir nécessaire pour stabiliser le ratio dette/PIB (ou le ratio entre la dette et toute autre variable appropriée, telle que les recettes d'exportations ou les recettes fiscales) à un niveau ne dépassant pas le niveau actuel. Pour ce calcul, on doit produire des hypothèses quant aux taux d'intérêt réels de la dette et au taux de croissance du PIB réel. On peut considérer la réserve de dette en cours comme soutenable si l'excédent primaire calculé semble raisonnable à la lumière de l'expérience récente, de l'évolution prévisible et des initiatives politiques. Il est possible de démontrer que l'excédent

primaire budgétaire nécessaire pour stabiliser le ratio dette extérieure ou publique/PIB est défini comme suit :

$$s_t = \left[\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right] d_t$$

Où s est le ratio excédent primaire budgétaire/PIB (ou excédent primaire externe/PIB), r le taux d'intérêt applicable, g le taux de croissance du PIB réel et d le ratio dette publique-PIB (ou ratio dette extérieure/PIB).

Graphique n°6
Soutenabilité de la dette publique
(Ratio de dette initial de 58 % du PIB)



Source: BERD, UN/ECE, Credit Suisse First Boston et Bloomberg.

Le graphique n°6 applique cette méthode au cas de l'Ukraine. Alors qu'en 1999-2000 les ratios dette extérieure/exportations et dette publique/recettes fiscales de l'Ukraine furent tous les deux en-dessous de la moyenne des 27 pays d'interventions de la BERD, l'Ukraine a eu des difficultés à assurer le service de sa dette extérieure en 1999. En effet, le gouvernement avait contracté en 1997-1998 des dettes commerciales à échéances courtes et forts taux d'intérêt et le service de la majeure partie de la dette fut assuré sur le budget du gouvernement central, confronté à des problèmes d'arriérés et de troc dans le règlement des impôts. Ainsi, l'impossibilité d'effectuer un transfert budgétaire interne dans de bonnes conditions a entravé le succès du transfert externe. Le graphique n°6 en offre une démonstration. Il montre la plus petite valeur de l'excédent primaire compatible avec la soutenabilité

de la dette publique totale (extérieure et intérieure) pour une série de futurs taux de croissance du PIB et à différents taux d'intérêt réels (axe horizontal). La fourchette de croissance future du PIB - entre 2 et 4,5 % - est issue des données fournies par des prévisionnistes renommés dont les conclusions vont de l'optimisme au pessimisme². L'hypothèse, pour ce qui concerne les taux d'intérêt réels, va de 4 % (taux auquel l'Ukraine peut emprunter aux institutions financières internationales) à 15 % (rendement de l'euro-obligation sur dix années de l'Ukraine en mars 2001). Le graphique indique que le ratio dette publique/PIB baisse tant que le solde primaire est supérieur à un déficit de 0,3 % du PIB selon l'hypothèse la plus optimiste. Dans l'hypothèse la plus pessimiste, le ratio dette publique/PIB ne diminue que si le solde primaire est supérieur à un excédent de 7,4 % du PIB. En comparaison, le solde budgétaire primaire est passé d'un déficit de 3,6 % du PIB en 1997 à un équilibre en 1999 et à un excédent de 1 % en 2000.

De façon similaire, il est possible de calculer une série de soldes courants hors paiement d'intérêts qui permettent la soutenabilité de la dette extérieure. À nouveau, cette évaluation peut être effectuée selon un taux de croissance du PIB variant de 2 à 4,5 % et des taux d'intérêt réels s'établissant entre 4 et 15 %. Bien que cela ne soit pas représenté graphiquement, il est possible de montrer que les excédents enregistrés en 1999 et 2000 (3,9 % et 3,4 % respectivement) étaient sensiblement plus élevés que l'excédent nécessaire pour soutenir la dette extérieure au taux d'intérêt de 4 % dans le cas d'une faible croissance de la production (2 %). Ainsi, s'ils se maintiennent, ces excédents seraient compatibles avec un ratio dette extérieure/PIB en baisse, même à des taux d'intérêt plus élevés. En conséquence, on peut dire que le problème d'endettement courant de l'Ukraine en 1999-2000 était principalement un problème fiscal (transfert interne) plutôt qu'un problème de balance des paiements (transfert externe).

QUESTIONS DE GESTION DE LA DETTE DANS LES PAYS CANDIDATS À L'ADHÉSION À L'UE

Pour les dix pays d'interventions de la BERD candidats officiels à l'adhésion à l'UE, l'intégration dans l'Union économique et monétaire (UEM) fera partie de l'*acquis communautaire*. Il n'y aura pas de possibilité de déroger à la monnaie unique pour les nouveaux pays membres de l'UE, comme ce fut le cas pour le Royaume-Uni et le Danemark. Le calendrier de leur entrée dans l'UEM, une fois qu'ils auront rejoint l'UE, restera toutefois à la discrétion des nouveaux pays membres, dans la mesure où ils devront répondre aux critères

du Traité de Maastricht pour l'UEM, y compris celui en matière de taux de change, selon lequel les pays destinés à devenir membres de l'UEM devront participer au mécanisme des taux de change pendant une période d'au moins deux ans avant de pouvoir se qualifier. Ils devront également respecter les critères relatifs à l'inflation et aux taux d'intérêt ainsi que deux critères financiers en matière de dette (voir ci-dessous). Leurs Banques centrales devront être indépendantes dans le sens spécifié par le Traité de Maastricht. Comme tous les membres de l'UE, les nouveaux pays devront accepter une surveillance continue de leurs finances publiques par la Communauté européenne et le Conseil.

Les critères de Maastricht fixent un plafond de 60 % du PIB pour le total de la dette brute des administrations publiques (dette extérieure et intérieure). Sur les dix pays candidats de la région d'opérations de la BERD, seule la Bulgarie dépassait ce plafond fin 2000³. Le deuxième critère financier de Maastricht, selon lequel le déficit des administrations publiques ne doit pas excéder 3 % du PIB, est respecté par six pays candidats, la République tchèque, la Hongrie, la Roumanie et la République slovaque présentant les déficits les plus importants en 2000. Les ratios d'endettement public dans tous les pays candidats ont augmenté au cours des dernières années et cela appelle pour les années à venir une politique budgétaire et une gestion de la dette publique plus strictes. De fortes pressions devraient toutefois continuer à s'exercer, compte tenu des passifs en matière de pensions et des dépenses d'infrastructure accrues visant à répondre aux normes de l'UE en matière d'environnement et de transport.

Les pays candidats à l'UE doivent adopter (ou maintenir) des régimes monétaires et de taux de change offrant les meilleures garanties contre les crises monétaires et financières et les créances qui accompagnent souvent ces crises. En particulier, les pays seraient bien inspirés d'adopter des taux de change flottants avec un ciblage de l'inflation (comme en République tchèque et en Pologne) ou des « arrimages fermes » sous forme de systèmes stricts de *currency board* (comme en Bulgarie, en Estonie et en Lituanie).

LE PROBLÈME DE LA DETTE RUSSE

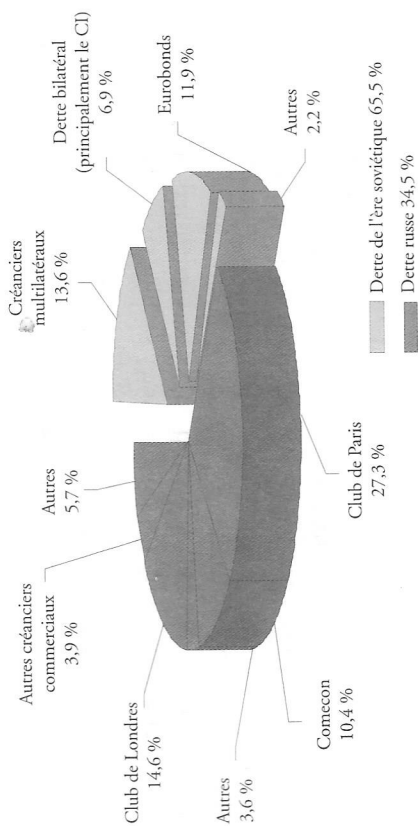
La distinction entre illiquidité et insolvabilité a été particulièrement difficile à établir en Russie. Comme nous l'avons mentionné plus haut, la Russie a renégocié chaque année depuis 1992 (à deux exceptions près) une partie de sa dette publique extérieure et le gouvernement n'a pas remboursé et a, dans la pratique, refusé d'honorer sa dette en rouble en août 1998.

Le traitement de la dette héritée de l'ère soviétique est une question particulièrement litigieuse entre la Russie et ses créanciers extérieurs.

Graphique n°7

Composition de la dette publique russe

(Total de la dette = 140 Md\$ - 2000 fin d'année)



Source : BERD.

Comme le montre le graphique n°7, la dette de l'ère soviétique représente les deux-tiers de la dette publique extérieure de la Russie. Les principaux bailleurs de fonds sont des créanciers bilatéraux publics, pour la plupart membres du Club de Paris, dont les créances s'élèvent à environ 50 Md\$. À la suite des tentatives des autorités russes de relancer les entretiens sur la réduction de la dette en 2000 et début 2001, il semble maintenant que les deux parties se soient accordées pour que le service de la dette bilatérale de l'ère soviétique soit intégralement assuré en 2001 et 2002.

Compte tenu de l'importance des recettes pétrolières comme source des rentrées fiscales et d'exportation de la Russie, un service intégral de la dette publique extérieure ne semble pas impossible à réaliser aux cours actuels du pétrole de 20 à 25 dollars le baril. En 2000, l'excédent de la balance des paiements courants s'élevait à plus de 20 % du PIB, mais ce chiffre devrait être légèrement plus faible en 2001. Une chute importante des prix du pétrole serait toutefois problématique. Il convient donc d'examiner, au moins en théorie, des approches novatrices pour alléger le fardeau de dette extérieure de la Russie si une telle éventualité venait à se produire. Ainsi, le Club de Londres des créanciers commerciaux y a clairement contribué en proposant deux réaménagements, le second étant un allègement de la dette en 2000.

Concernant la dette soviétique bilatérale, début 2000, des discussions entre les autorités russes et allemandes se sont focalisées sur la possibilité

d'échanges dette-participations pour régler la dette bilatérale de la Russie envers l'ex-République démocratique allemande. Cette dette est en « roubles transférables » et est exclue des nouvelles négociations du Club de Paris. C'est un événement important, ne serait-ce que parce que l'Allemagne est le principal créancier bilatéral public de la Russie. Les accords du Club de Paris prévoient quelquefois la possibilité d'échanges dette-développement qui seraient négociés bilatéralement avec les créanciers intéressés. Ce type d'échanges a permis différents refinancements de la dette depuis les années 1980, quand le Chili a utilisé le premier échange dette-participations et la Bolivie le premier échange dette-avantages en nature. Jusqu'à présent, les créanciers du Club de Paris n'ont pas souhaité offrir à la Russie la possibilité d'« échanges de dette ».

Les échanges de dette peuvent être bilatéraux ou trilatéraux. Ils peuvent également s'effectuer avec ou sans réduction de la dette (c'est-à-dire réduction de la valeur actualisée du futur service de la dette). Dans le cas d'un échange trilatéral, un tiers rachète la dette du créancier en appliquant une certaine remise et l'échange contre des devises locales en appliquant une remise inférieure. Ce tiers s'engage à investir ces devises locales dans des actifs productifs ou dans le secteur de l'environnement du pays débiteur. L'échange dette contre dette est un autre exemple d'échange trilatéral. Dans ce cas, un pays annule la dette d'un autre pays à condition que ce deuxième pays annule une dette équivalente d'un troisième État. L'objectif du créancier initial peut être : (1) d'aider le deuxième pays à recouvrer une créance ; (2) d'aider le troisième pays à rembourser une dette « onéreuse » envers le deuxième pays ; ou (3) une combinaison de ces deux objectifs.

Si le Club de Paris devait envisager à l'avenir des « échanges de dette », deux seraient particulièrement appropriés. Le premier est l'échange dette-environnement. Le deuxième est l'échange dette contre dette qui conditionnerait une réduction de la dette bilatérale publique de la Russie à l'annulation par ce pays de créances comparables envers d'autres pays de la CEI (voir ci-dessous).

Les échanges dette-environnement pourraient inclure des échanges dette-investissements énergétiques, dette-investissements d'infrastructures environnementales et dette-sécurité nucléaire. Cette dernière catégorie pourrait revêtir une importance particulière. Certains des vingt-sept réacteurs nucléaires russes en service (du type RMBK - Tchernobyl - et du type VVER) constituent un sérieux danger en matière d'environnement. La mise hors service de ces installations dans de bonnes conditions de sécurité aurait pour conséquence une meilleure sûreté nucléaire qui bénéficierait à la Russie et aux autres pays du monde.

La plupart de ces réacteurs sont installés près de la frontière occidentale de la Russie - et donc à proximité de membres actuels et futurs de

l'Union européenne. Ainsi, nous nous risquons à émettre l'hypothèse suivante selon laquelle il pourrait être de l'intérêt des pays européens - qui sont également les principaux créanciers de la Russie - d'aider ce pays à financer un « Fonds de déclassement nucléaire ». Ce fonds pourrait être financé en partie par des échanges de dettes. Une possibilité serait que, volontairement et équitablement, certains créanciers de la Russie abandonnent au Fonds une partie de leurs créances. Le Fonds, quant à lui, échangerait ces dettes en devises fortes contre des obligations en rouble, à long terme (indexées sur l'inflation) et porteuses d'intérêts. Les paiements d'intérêts, les délais de grâce et les échéances de ces obligations pourraient être conçus en fonction du coût local estimé des frais de déclassement.

Dans ce cadre hypothétique, un moyen d'assurer le respect de l'engagement de déclassement serait de donner au créancier bilatéral d'origine la possibilité de se faire rembourser la dette transférée au Fonds en cas de non-respect d'une des clauses principales. Le gouvernement russe s'engagerait de manière crédible à reconvertir la dette en rouble du Fonds en dette en devises fortes en utilisant un taux de change prédéterminé. Ainsi, en cas de non-respect du mandat du Fonds, celui-ci serait effectivement dissous et ses ressources (les dettes de la Russie) seraient restituées au créancier bilatéral d'origine. Un fond de ce type pourrait être géré par une Agence ou une Institution financière internationale.

LA DETTE ET LA CRISE DE L'ÉNERGIE DANS LA CEI

Le problème des dettes et arriérés entre les pays de la CEI est principalement dû à des livraisons impayées d'énergie effectuées par la Russie et d'autres producteurs à destination d'importateurs de la CEI à court de liquidités. Les créances de la Russie sur huit autres pays de la CEI s'élevaient à environ 6,8 Md\$.

La dette de cinq de ces pays - Arménie, Georgie, Kirghizistan, Moldavie et Tadjikistan s'est rapidement accrue. Même si des efforts de réforme réels et efficaces sont engagés et que la croissance de la production, des exportations et des recettes fiscales réagit à ces efforts, leur ratio d'endettement restera élevé. À court terme, la détérioration de la situation économique internationale ne facilite pas la tâche.

À la suite des événements tragiques du 11 septembre 2001, les pays d'Asie Centrale sont devenus prioritaires pour l'aide internationale, compte tenu du fait qu'ils sont en première ligne dans le conflit d'Afghanistan. En conséquence, il n'est pas improbable que les problèmes de dette du Kirghizistan et du Tadjikistan, traités par les créanciers auront pour résultat un allègement de la dette.

À la suite de la crise d'endettement des années 1980, les économistes avaient convaincu les décideurs politiques qu'un niveau élevé de dette peut revenir à imposer de fait les performances économiques. L'amélioration des résultats économiques d'un pays débiteur bénéficie à ses habitants ainsi qu'à ses créanciers (dans le cas de ces derniers, en améliorant les perspectives de remboursement de la dette). Toutefois, si le fardeau de la dette est trop élevé, les bénéfices pour les créanciers peuvent être considérés comme disproportionnés par les autorités et l'opinion publique. La motivation en matière de réformes pourrait s'en trouver réduite. En même temps, on ne peut pas prendre pour acquis que les réductions de dette mènent automatiquement à de nouvelles réformes. Il existe une manière de résoudre cette énigme ou cette incohérence : conditionner la réduction de la dette à la mise en œuvre des réformes et la rendre révoquable si les mesures ne sont pas appliquées. Ce fut le principe de la réduction de dette mise en œuvre dans le cadre du Plan Brady au début des années 1990 - dont ont bénéficié l'Amérique Latine et quelques autres pays - et également de l'initiative d'aide aux pays pauvres très endettés lancée par la Banque mondiale et le FMI pour les pays AID à fort endettement. Une réduction de sa dette par toutes les catégories de créanciers fut également offerte à la Pologne au début des années 1990 et à la Bosnie au milieu de cette même décennie.

L'essentiel est de conditionner autant que possible la réduction de la dette à la solidité des orientations économiques. L'éventuel allègement de la dette de certains pays de la CEI doit être considéré dans le contexte plus large des réformes requises pour faire progresser la transition - y compris les réformes du secteur de l'énergie - et placer ces économies sur le chemin d'une croissance durable. Ils pourraient ainsi prendre un nouveau départ pour réformer leurs secteurs de l'énergie, élément essentiel pour aller de l'avant dans un contexte de lourdes contraintes budgétaires et de restructuration industrielle.

NOTES

1. La répartition a été effectuée comme suit : Bosnie-Herzégovine 13,2 %, Croatie 28,5 %, République Fédérale de Yougoslavie 36,5 %, ERYM 5,4 % et Slovénie 16,4 %.
2. Extrait du chapitre 1 du *Transition Report* de la BERD, mise à jour d'avril 2001.
3. Remarque : les graphiques n° 1, 2, 3 et 4 ne présentent pas les variables de dette correspondant aux critères de Maastricht.

BIBLIOGRAPHIE

- BUTTER W. and T. N. SRINIVASAN (1987) « Rewarding the Profligate and Punishing the Prudent and Poor: Some Recent Proposals for Debt Relief, » *World Development*, 15(3), April, pp.411-417.
- BULOW J. and K. ROGOFF (1989) « Sovereign Debt Repurchases: n° Cure for Overhang, » NBER Working Paper #2850, February.
- FISCHER S., (2001) « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, » International Monetary Fund, January 6.
- EATON B. and M. GERSOVITZ (1981) « Debt with Potential Repudiation, » *Review of Economic Studies* 48: pp. 289-309.
- KOLODKO G., (1999) « Polish Model for Russian Debt Relief, » *Financial Times*, March.
- KRUGMAN P. R., (1985) « International Debt Strategies in an Uncertain World, » in *International Debt and the Developing Countries*, ed. by Gordon W. Smith and John T. Cuddington (Washington: World Bank), pp. 79-100.
- KRUGMAN P. R., (1989) « Market-Based Debt-Reduction Schemes » in *Analytical Issues in Debt*, ed. by Michael P. Dooley, and Peter Wickham (Washington: International Monetary Fund) pp. 258-278.
- LARRAIN F. and A. VELASCO (1990) « Can Swaps Solve the Debt Crisis?: Lessons from the Chilean Experience, » *Princeton Studies in International Finance*, n° 69 (Princeton University).
- SAGHS J. D., (1984) « Theoretical Issues in International Borrowing, » *Princeton Studies in International Finance*, n° 54 (Princeton University, July).