



La maîtrise de la dette

Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta et Carlos Mulas-Granados

Pour traiter les conséquences de la Grande Récession, les autorités doivent bien doser les mesures d'austérité

LA CRISE financière qui a frappé l'économie mondiale en 2008 n'a pas seulement fait chuter la production et rendu les perspectives plus incertaines, elle a aussi dégradé les finances de nombreux pays. Il en résulte partout une vive montée de la dette publique — et davantage dans les pays avancés que dans les pays émergents.

Dans les premiers, on prévoit qu'elle atteindra en moyenne 108 % du PIB à la fin de 2015, soit quelque 35 points de plus qu'à la fin de 2007, avant le déclenchement de la crise. Elle n'a jamais été aussi élevée depuis la période qui a immédiatement suivi la Seconde Guerre mondiale (voir Cottarelli et Schaechter, 2010); cela est dû en grande partie à la perte permanente

de recettes publiques liée à l'éclatement de la bulle des prix d'actifs, à la baisse de la production potentielle et à la stimulation budgétaire anticyclique. Dans les pays avancés, la dette publique avait commencé à s'accumuler avant la crise, surtout du fait des dépenses, mais sa hausse a été rapide et considérable dans le sillage de la récession, certains États ayant emprunté autant qu'en temps de guerre.

Sans changements de politique, la situation budgétaire de ces pays devrait encore s'aggraver. Le vieillissement démographique va sans doute accroître sensiblement les dépenses de santé et de retraite (FMI, 2010), ce qui va créer un problème supplémentaire auquel ils devront faire face au moment même où ils

s'efforceront de réduire le poids de la dette par des mesures d'assainissement.

Les pays émergents ont été moins ébranlés par la crise et leur situation budgétaire est meilleure (à quelques exceptions près, comme l'Europe centrale et orientale). Mais leur tolérance à l'endettement est inférieure, en raison d'une moindre capacité à mobiliser des recettes (leurs vastes secteurs informels échappent à l'impôt) et d'une instabilité de la base imposable plus grande que dans les pays avancés. Ils restent sensibles aux répercussions des problèmes de dette des États avancés et pourraient avoir du mal à refinancer leurs engagements arrivés à échéance.

Les crises font augmenter la dette publique

Ce n'est pas la première fois que la dette publique s'élève fortement après une crise financière. Des études montrent que les désordres bancaires ont de lourdes conséquences budgétaires dans les pays avancés et émergents. Ainsi, Rogoff et Reinhart (2009) constatent, dans un échantillon d'épisodes passés, une hausse moyenne de la dette de 86 % pendant les trois ans suivant une crise bancaire; selon Laeven et Valencia (2008), le coût budgétaire moyen de ces crises a été d'un peu moins de 15 % du PIB au cours des trois dernières décennies. En outre, pendant ces épisodes, le ratio dette publique/PIB a progressé de quelque 40 points en moyenne (voir Baldacci, Gupta et Mulas-Granados, 2009).

L'aspect sans précédent de la situation actuelle est que de nombreux pays — ceux qui assurent la plus grande part de la production mondiale — ont accumulé des dettes dans un contexte économique fragile et très incertain. Cela peut poser problème pour quatre raisons.

Premièrement, une dette élevée augmente le risque d'insolvabilité et le coût des emprunts pour les États. Deuxièmement, elle peut limiter la marge d'action anticyclique de la politique budgétaire, par exemple en cas de crise. Troisièmement, la hausse des taux d'intérêt qu'elle entraîne est de nature à nuire à la croissance et à la productivité. Quatrièmement, un resserrement simultané des politiques budgétaires, dans plusieurs pays avancés, conjugué à l'absence de dépréciation du taux de change et aux possibilités limitées de mener une politique monétaire expansionniste, risque d'affaiblir la demande mondiale.

Rétablir la viabilité de la dette

Dès lors, que doivent faire les pays pour diminuer le ratio dette/PIB? Soit prendre des mesures portant sur les recettes et les dépenses pour réduire le déficit, soit tenter de favoriser la croissance — ou les deux à la fois. Une amélioration du solde primaire (solde total moins charges d'intérêts) peut alléger les nouveaux emprunts et faire baisser l'encours de la dette. Une accélération de la croissance peut bénéficier au budget de deux façons : hausse des recettes et diminution du service de la dette.

Mais il sera particulièrement difficile de réduire la dette publique après la crise financière récente. Depuis une vingtaine d'années, les pays avancés et émergents avaient procédé à des ajustements suffisants pour la ramener à des niveaux prudents. Cette fois-ci, le redressement doit s'effectuer face à une accentuation générale du risque, à une instabilité accrue

des marchés financiers et à un affaiblissement de la demande. De plus, si l'on entreprend un redressement budgétaire, l'appui de la politique monétaire à la croissance sera limité dans de nombreux pays avancés par le bas niveau des taux directeurs. Il sera aussi malaisé d'utiliser la politique de change pour soutenir la compétitivité, car beaucoup de grands pays doivent assainir leurs budgets simultanément.

Quel est, dans ces pays, le degré d'endettement souhaitable pour assurer la viabilité budgétaire? C'est une question délicate : l'objectif doit tenir compte de considérations spécifiquement nationales relatives à la viabilité de la dette au regard de la politique budgétaire, de la démographie, des droits à prestations non financés ainsi que des taux d'intérêt et de croissance à long terme. Ainsi, un retour de la dette publique au niveau d'avant la crise n'est peut-être pas assez ambitieux pour les pays où il était élevé. On retient souvent des seuils de 60 % du PIB pour

Un pays a moins de chances de réussir à alléger la dette quand il subit une crise bancaire durable (et donc plus grave).

les pays avancés et de 40 % pour les pays émergents — le risque étant considéré comme supérieur pour ces derniers. L'objectif de 60 % correspond à peu près au ratio dette/PIB médian dans les pays avancés avant la crise.

Les crises bancaires antérieures

Quels sont les facteurs qui ont permis de ramener la dette publique à un montant prudent après des crises bancaires et pourquoi certains pays y parviennent-ils plus vite que les autres?

Pour répondre à ces questions, nous avons étudié 100 crises bancaires survenues de 1980 à 2008 dans les pays avancés, émergents et à bas revenu (voir Baldacci, Gupta et Mulas-Granados, 2010). L'analyse porte sur les facteurs qui déterminent la durée d'une réduction réussie de la dette. Il s'agit de ramener le ratio dette publique/PIB aux seuils de 60 % et 40 %, mais nous utilisons aussi d'autres seuils pour tester la robustesse des résultats.

Afin d'évaluer les facteurs de probabilité d'une baisse de la dette, nous avons d'abord déterminé la durée des épisodes d'assainissement réussi. On les définit comme un recul de la dette publique (en pourcentage du PIB) jusqu'à un montant inférieur au seuil visé. La durée des épisodes de réduction effective va de 1 à 24 ans, avec une moyenne d'environ 10 ans.

Nous avons ensuite tenté d'expliquer les différences de durée des phases de réduction de la dette sur la base de *trois séries de variables*. D'abord, nous neutralisons le coût budgétaire de la crise en incluant *la durée de la crise bancaire précédant la phase d'ajustement et le montant de la dette accumulée pendant la crise*.

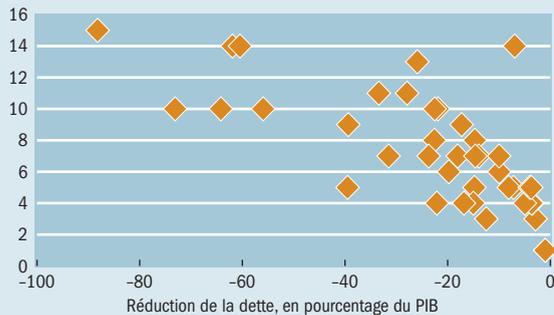
Nous neutralisons aussi *la qualité de l'ajustement budgétaire* (définie comme la fraction imputable à des économies, car il ressort des études que c'est le mode d'ajustement le plus viable).

Graphique 1

Il faut du temps

Après une crise économique, il faut en général six à huit ans pour réaliser une réduction de la dette de 40 % ou moins du PIB.

(durée, en années)



Source : calculs des auteurs.

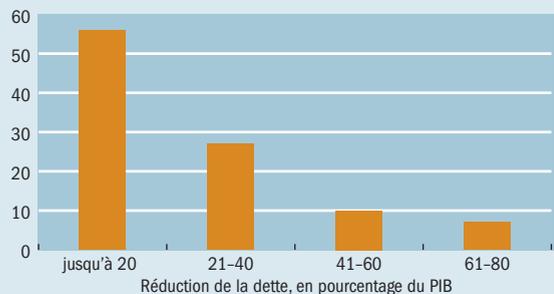
Note : La crise causant l'accumulation de dette a duré deux ans en moyenne.

Graphique 2

Difficile à réduire

Seulement 17 % des pays confrontés à une montée de la dette ont pu la réduire de 40 % du PIB ou plus après la crise.

(pourcentage des pays ayant réduit la dette après la crise)



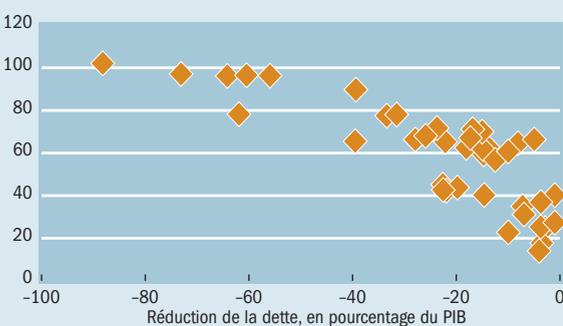
Source : calculs des auteurs.

Graphique 3

Mauvaise situation de départ

C'est surtout dans les pays où la dette en pourcentage du PIB était substantielle au début d'une crise qu'elle a le plus baissé.

(dette publique avant la crise en pourcentage du PIB)



Source : calculs des auteurs.

À la différence d'autres analyses, nous permettons l'interaction entre la qualité de l'ajustement budgétaire et son envergure : en effet, dans les pays où il doit être important, les coupes dans les dépenses risquent de ne pas suffire pour réaliser la correction exigée. Pour y parvenir de cette façon uniquement, les États risquent de recourir à des moyens inefficients (comme la limitation d'investissements publics qui pourraient soutenir la croissance). Dans ce cas, l'ajustement doit donc être un dosage équilibré d'économies et de hausse des recettes — une hypothèse clé à tester dans le contexte d'une difficile réduction de la dette après la crise.

Nous neutralisons enfin les politiques d'accompagnement en incluant *la part de l'investissement privé, les taux d'intérêt sur les dépôts et la composition du budget*.

Notre analyse montre qu'un pays a moins de chances de réussir à alléger la dette quand il subit une crise bancaire durable (et donc plus grave). En général, il se heurte à une grande incertitude et à des pertes de production permanentes qui compliquent l'assainissement; parfois aussi, un important déséquilibre budgétaire structurel était apparu avant la crise, qu'il faut corriger dans un contexte économique dégradé.

Diminuer la dette publique prend du temps. Six à huit ans ou plus sont habituellement nécessaires pour effacer un montant de dette égal à la hausse observée dans les pays avancés lors de la crise récente (voir graphique 1). Pour conserver la confiance des créanciers, les pays doivent donc adopter tôt une stratégie d'ajustement budgétaire et commencer à l'appliquer dès que la conjoncture le permet.

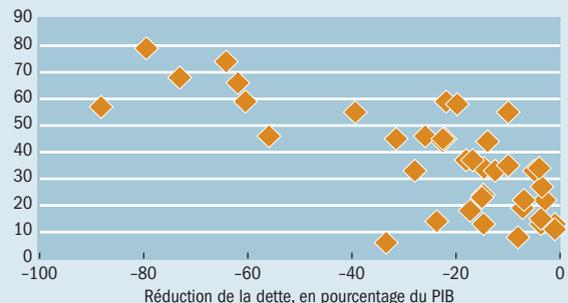
L'observation des phases antérieures de réduction de la dette montre que 12 % seulement des pays ont pu la ramener aux niveaux d'avant la crise et que seuls 17 % l'ont fait baisser de 40 points de PIB ou plus (voir graphique 2). On voit bien la difficulté de l'ajustement dans ces circonstances. C'est là où la dette était initialement la plus élevée qu'elle a été le plus réduite, car les problèmes de viabilité budgétaire ont obligé à agir (voir graphique 3).

Graphique 4

Les réductions de dépenses sont efficaces

En général, les politiques de réduction de la dette réussissent mieux quand elles sont basées sur des coupes dans les dépenses courantes.

(coupes dans les dépenses courantes en pourcentage de l'ajustement budgétaire total)



Source : calculs des auteurs.

Note : L'ajustement total pourrait aussi comprendre des économies et des hausses d'impôts à long terme.

Deux leçons

En concevant leurs stratégies de redressement, les autorités doivent être conscientes de deux faits :

- **Les coupes dans les dépenses non prioritaires facilitent l'ajustement budgétaire** : on a en général plus de chances de réduire la dette en taillant dans les dépenses courantes (graphique 4). Cela vaut aussi pour les pays où la montée de la dette n'est pas liée à une crise financière. Pourquoi? Parce qu'en diminuant les transferts (pensions, subventions et autres prestations) et les salaires, on fait moins pression sur les dépenses non discrétionnaires, qui tendent à augmenter dans le temps, et cela peut améliorer la croissance tendancielle. Alléger les charges courantes représenterait non seulement une économie à court terme, mais freinerait aussi la dynamique de hausse des dépenses publiques.

Contenir les dépenses, notamment de santé et de retraite, liées au vieillissement, pourrait être crucial au regard des problèmes démographiques qui vont accompagner le rééquilibrage budgétaire dans de nombreux pays. Les réformes des droits à prestation qui ont aussi des effets positifs sur la croissance devraient être prioritaires. Ainsi, différer l'âge de la retraite peut stimuler à court terme la consommation privée, ce qui adoucit l'ajustement budgétaire, tout en assurant la viabilité à moyen terme du système des retraites. Relever la part de l'investissement public augmente les chances de réduction de la dette en redéployant le budget vers des programmes favorables à la croissance et susceptibles d'élever la productivité à moyen terme grâce à de meilleures infrastructures.

- **Une augmentation des recettes fiscales pourrait aussi être nécessaire** : là où un ajustement s'impose, les économies risquent de ne pas suffire. Contrairement à des recherches antérieures sur le rééquilibrage budgétaire, nos résultats montrent qu'une hausse des recettes fiscales est indispensable à une réduction de la dette dans les pays où l'ajustement doit être marqué. Il faut en effet respecter un équilibre entre les coupes dans les dépenses et la majoration des prélèvements. La contribution des recettes à un redressement d'envergure ne dépend pas du ratio prélèvements/PIB initial : réformer les recettes concourt à la réduction de la dette même quand ce ratio n'est pas bas.

Mais la réforme des prélèvements doit préserver la croissance et limiter les distorsions, surtout là où ils sont déjà élevés en pourcentage du PIB. Simplifier le système fiscal en abaissant les taux excessifs et en élargissant l'assiette pourrait améliorer le rendement, tout en allégeant la charge pesant sur les intrants productifs. Ainsi, taxer le secteur financier ainsi que le carbone aiderait le budget et répondrait en même temps à des considérations d'efficacité (voir FMI, 2010).

Des stratégies crédibles

Nos conclusions appellent des stratégies d'ajustement crédibles de nature à ancrer les anticipations du marché quant à la viabilité des finances publiques. Des politiques budgétaires non crédibles peuvent gêner la réduction de la dette et susciter des anticipations, peut-être autoréalisatrices, de hausse du risque d'insolvabilité. C'est pourquoi des mesures de renforcement du cadre budgétaire — comme l'adoption,

le cas échéant, de règles pour guider la politique budgétaire et en améliorer la transparence par la création d'agences budgétaires indépendantes — pourraient bénéficier aux pays confrontés à ces défis.

D'autres mesures faciliteront le rééquilibrage budgétaire :

- Quand la politique monétaire devient et reste accommodante, les primes de risque étant contenues, il y a plus de chances de réduire la dette — c'est une leçon importante pour les pays qui sortent de la crise et se préparent à supprimer le soutien budgétaire et monétaire.

- Les réformes structurelles favorables à la croissance (dont la libéralisation des marchés des produits et du travail) sont toujours importantes, et le sont plus encore pendant le redressement budgétaire suivant une crise : une croissance supérieure facilite une réduction durable de la dette.

Nous montrons qu'un bon dosage de mesures portant sur les dépenses et les recettes peut aussi réduire les primes de risque de crédit et soutenir la croissance, tout en permettant une amélioration régulière du solde primaire corrigé des effets cycliques.

Conséquences pour la politique économique

On a en général de meilleures chances de réussir à faire baisser la dette en procédant à des économies mais, si l'ajustement nécessaire est important, une hausse des impôts peut y parvenir de façon plus durable. Il faut en effet assurer un équilibre entre coupes dans les dépenses et hausses des recettes pour éviter l'inefficacité et soutenir des plans d'assainissement ambitieux. Toutefois, l'augmentation des prélèvements doit être maniée avec prudence, surtout là où ils sont déjà élevés, pour préserver l'efficacité économique et minimiser les distorsions. ■

Emanuele Baldacci et Sanjeev Gupta sont respectivement chef de division adjoint et directeur adjoint au Département des finances publiques du FMI. Carlos Mulas-Granados est professeur d'économie à l'université Complutense, membre de l'institut de recherche ICEI et administrateur exécutif de la fondation IDEAS à Madrid.

Bibliographie :

Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados, 2009, "How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises," *IMF Working Paper 09/160* (Washington: International Monetary Fund).

———, 2010, "Restoring Debt Sustainability after Crises: Implications for the Fiscal Mix," *IMF Working Paper 10/232* (Washington: International Monetary Fund).

Cottarelli, Carlo, and Andrea Schaechter, 2010, "Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies," *IMF Staff Position Note 10/13* (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2010, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation," *Fiscal Monitor* (Washington, November).

Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: a New Database," *IMF Working Paper 08/224* (Washington: International Monetary Fund).

Rogoff, Kenneth S., and Carmen M. Reinhart, 2009, "The Aftermath of Financial Crises," *NBER Working Paper 14656* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).