

Qui va payer la facture?

Carlo Cottarelli

L'INTERVENTION massive et sans précédent des États-Unis et des autres pays avancés vise à rétablir la croissance et à assainir le secteur financier. Mais l'impact de la crise sur les finances publiques est considérable. Selon les projections, la hausse du ratio dette publique/PIB dans ces pays sera la plus forte et la plus systématique depuis la Seconde Guerre mondiale. Elle survient dans un contexte marqué par les pressions à long terme qu'exercent les dépenses de retraite et de santé, surtout dans les pays qui connaîtront bientôt un vieillissement rapide de leur population.

Les gouvernements n'ont guère eu d'autre choix que d'intervenir afin d'éviter un effondrement du système financier et de procéder à une relance budgétaire pour neutraliser la forte contraction de la demande du secteur privé. Ces interventions risquent de se poursuivre. Il est facile d'imaginer un scénario dans lequel les ratios dette/PIB augmenteraient encore à cause de la hausse des coûts d'intérêt et de la faiblesse de la croissance, amenant les investisseurs à s'interroger sur la viabilité des finances publiques dans le monde. Cela ne semble pas être le cas pour l'instant (bien que la marge sur les dérivés sur défaut soit orientée à la hausse dans nombre de pays) et on continue de percevoir le risque de défaillance comme étant faible. Il est primordial de préserver la confiance des investisseurs dans la solvabilité des pays, car elle est capitale pour prévenir l'effondrement du système économique et financier. En outre, la relance budgétaire serait compromise si, craignant que des problèmes de solvabilité budgétaire ne fassent grimper les taux d'intérêt, les créanciers exigeaient une prime de risque plus élevée.

Comment les pays doivent-ils réagir à cette crise qui les amène à solliciter beaucoup plus la faculté contributive de leurs citoyens? Dans cet article, nous présentons les conclusions chiffrées d'une récente étude du Département des finances publique du FMI sur ses coûts directs et indirects. Nous examinons l'ampleur des interventions dans le secteur financier, les coûts indirects non discrétionnaires (comme l'impact sur les recettes du ralentissement économique et de l'effondrement des cours

des actifs) et les coûts indirects de la relance budgétaire discrétionnaire. En outre, nous situons la crise dans un contexte élargi en la comparant 1) avec des phases antérieures de forte contraction et d'accumulation de dettes dans certaines grandes économies et 2) sur le plan des coûts, avec le problème nettement plus grave du vieillissement de la population. Nous concluons en exposant brièvement une stratégie qui permettrait à la politique budgétaire de faciliter le retour à une croissance normale tout en préservant la solvabilité du secteur public et en indiquant quelques secteurs clés où le FMI peut jouer un rôle constructif.

Hausse des coûts et des passifs

L'ampleur et la nature sans précédent de la crise financière ont amené les dirigeants à redoubler d'imagination dans leur soutien aux institutions et aux marchés en difficulté. Les interventions ont surtout consisté en des injections de capital, des achats d'actifs ou des octrois de crédits ou de garanties directes par le gouvernement ou la banque centrale. Le plus souvent, les opérations engagées directement par les autorités ont grossi la dette publique brute, sans pour autant modifier le patrimoine net ou le déficit global une fois pris en compte

Le rôle de la politique budgétaire à moyen terme dans la sortie de crise

Devanture de vitrine à Hong Kong (RAS).



les acquisitions correspondantes d'actifs, du moins dans la mesure où les opérations spécifiques sur actifs reflètent la valeur exacte du marché sans aucun élément de bonification.

Le coût brut des injections de capital, des achats d'actifs et des crédits publics directs s'est chiffré, en moyenne, à cinq points de PIB pour les économies avancées du G-20 (voir encadré). Mais à terme, l'impact budgétaire net dépendra du taux de recouvrement obtenu après la vente des actifs acquis. Il semble ressortir des précédentes crises que ce taux varie considérablement et que les recouvrements ne sont importants qu'une fois la croissance répartie sur une base solide.

Outre ces opérations, qui ont un impact immédiat sur la dette publique brute, les nouveaux passifs conditionnels (lignes de crédit et garanties des dépôts bancaires octroyées par la banque centrale) jouent un rôle beaucoup plus important. En fait, la plupart des pays ont relevé leurs plafonds d'assurance-dépôts et plusieurs ont garanti divers instruments, dont les crédits interbancaires (parfois pour des montants équivalant à des multiples du PIB). Le coût net ultime de ces garanties serait certes limité dans des scénarios rassurants, mais il est important de se souvenir qu'il risque d'être beaucoup plus lourd, en particulier si la crise économique et financière se prolonge.

Relance budgétaire

Face au ralentissement de l'activité, nombre de pays ont lancé des programmes de relance budgétaire aux chiffres parfois très impressionnants. Toutefois, les pays étant pressés de montrer qu'ils aident leurs citoyens, il convient d'établir une distinction entre les chiffres communiqués à la presse et les faits, en repérant les mesures vraiment nouvelles et celles qui figurent déjà au budget de l'exercice suivant. Parfois, l'écart est sensible. Après correction pour en tenir compte, la relance budgétaire est un peu plus faible, mais encore importante. Pour les pays du G-20 par exemple, elle atteint 1½ point de PIB en moyenne en 2009.

Jusqu'à présent, la relance budgétaire a consisté pour près des deux tiers en des mesures de dépenses (avec, en particulier, une augmentation de celles d'infrastructure). En outre, nombre de pays ont annoncé des programmes visant à protéger les groupes les plus vulnérables (hausse des prestations de chômage, transferts en espèces aux pauvres et aides aux enfants et aux retraités). Quelques pays ont majoré les concours aux PME et d'autres soutiennent des secteurs précis (comme l'automobile).

Qui fait partie du G-20?

Les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales de 19 pays (Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, France, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Russie, Royaume-Uni et Turquie) siègent au G-20, de même que le Directeur général du FMI, le Président de la Banque mondiale et les Présidents du CMFI et du Comité du développement. L'UE est représentée par la présidence tournante du Conseil et la BCE. Les pays du G-20 comptent pour 90 % du PNB mondial, 80 % des échanges mondiaux et les deux tiers de la population mondiale.

S'agissant des recettes, les mesures ciblent surtout les ménages, principalement par des baisses de l'IRPP et des taxes indirectes. La plupart des mesures de dépenses sont assorties d'une date d'expiration, encore que certains programmes auront sans doute des coûts récurrents (entretien des nouvelles infrastructures, notamment). Si la majorité des mesures visant les recettes sont permanentes, certaines seront rapportées et cèderont la place à des hausses d'impôts dans quelques années. (Au Royaume-Uni par exemple, des mesures de recettes compenseront la baisse de la TVA à partir de 2010.)

Autres conséquences budgétaires de la crise

Le vif ralentissement de la croissance mondiale déclenché par la crise a également eu un impact négatif sur les recettes publiques par le jeu des stabilisateurs automatiques. Si l'activité se redresse assez rapidement, cet impact ne devrait pas être très préoccupant. Mais si le ralentissement devient une longue récession, les répercussions sur la viabilité des finances publiques pourraient être beaucoup plus graves.

En outre, de plus graves effets non discrétionnaires de la crise sont dus à l'effondrement des cours des actions, des prix de l'immobilier et des bénéfices du secteur financier. Il en est résulté une forte baisse des recettes fiscales tirées, entre autres, des plus-values et des bénéfices des sociétés. Par ailleurs, dans la mesure où la chute des cours des produits de base peut être imputée au recul de l'activité mondiale, les recettes à ce titre des pays de production primaire ont beaucoup diminué.

Les régimes (publics et privés) de retraite par capitalisation ont aussi souffert de l'effondrement des cours des actifs et il se peut que les participants à ces régimes gravement touchés par la crise exercent des pressions sur l'État pour être indemnisés.

Qui va payer la facture?

Une fois ces divers coûts additionnés, il est évident que les finances publiques pâtiront de la crise, et pas seulement à court terme (voir tableau). En effet, nos projections, qui reposent sur les prévisions de croissance établies par le FMI en janvier 2009, sont trop optimistes si la croissance est encore révisée à la baisse.

Dette en hausse

La crise entraînera une hausse spectaculaire de la dette publique dans les économies avancées.

(variation des soldes budgétaires et de la dette publique dans les pays du G-20¹, en pourcentage du PIB; écart par rapport à la période précédente.)

| | 2008 (A) | 2009 (B) | 2008-09 (A+B) |
|------------------------------|-------------|-------------|------------------|
| Solde budgétaire | | | |
| Économies avancées du G-20 | -2,3 | -3,8 | -6,1 |
| Économies émergentes du G-20 | -0,3 | -3,2 | -3,4 |
| G-20 | -1,5 | -3,6 | -5,1 |
| Dette publique | | | |
| Économies avancées du G-20 | 4,4 | 10,0 | 14,4 |
| Économies émergentes du G-20 | -2,0 | 1,9 | -0,1 |
| G-20 | 2,0 | 7,0 | 9,0 |

Source : Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2009, mises à jour pour tenir compte du programme de relance des États-Unis et des récentes mesures de soutien financier du Royaume-Uni.
¹ Administrations publiques, si données disponibles; sinon, agrégats budgétaires les plus complets publiés dans les Perspectives de l'économie mondiale du FMI (mises à jour, voir supra). Moyennes pondérées par le PIB (PPA).

- On prévoit une dégradation des soldes budgétaires des économies avancées du G-20 de six points de PIB entre 2007 et 2008–09, dont la moitié est due aux mesures de relance et aux aides au secteur financier, et l'autre aux stabilisateurs automatiques et aux moins-values fiscales imputables à d'autres effets non discrétionnaires. Pour les économies émergentes du G-20, la dégradation est un peu moins forte, du fait de l'impact plus faible de la crise sur la production; il se peut aussi que, pour nombre de ces pays, les possibilités de relance budgétaire soient plus limitées. Cela dit, la crise n'est pas terminée et certains pays émergents en sentent de plus en plus les répercussions.

- Selon les projections, le ratio dette/PIB des économies avancées du G-20 affichera une hausse de 14½ points, dont la moitié résultera du soutien au secteur financier. Là encore, l'impact est plus faible pour les économies émergentes du G-20. Cependant, le gonflement anticipé de la dette en 2009 inversera la tendance à la baisse observée depuis 2002.

Une situation peut-être pas si exceptionnelle

La crise actuelle a donc provoqué la hausse la plus vive et la plus systématique des ratios dette/PIB dans les pays avancés depuis la Seconde Guerre mondiale. Pour autant, des hausses encore plus fortes ont été observées par le passé, notamment pendant les deux guerres mondiales; la Crise de 1929 a été suivie d'une augmentation généralisée de ces ratios, encore qu'elle a été plus progressive, à cause surtout de la durée de la récession. Il convient de rappeler, à titre de comparaison, que, lors des précédentes crises, l'activité s'était nettement contractée et des dettes massives avaient été accumulées dans certaines grandes économies (voir graphique). Les hausses actuelles de la dette peuvent donc être abordées avec un degré acceptable d'optimisme.

- Certaines grandes économies ont accumulé à diverses reprises des dettes considérables (plus de 100 % du PIB) qui, dans plusieurs cas, ont été réduites sans perturbations économiques ni troubles sociaux notables.

- Une croissance rapide et durable a été le facteur qui a le plus aidé à abaisser les ratios dette/PIB au cours des deux derniers siècles. Aux États-Unis par exemple, la forte croissance qui a suivi la seconde guerre mondiale a ramené le ratio dette/PIB de 121 % en 1946 à 50 % en 1965. Par contre, des politiques budgétaires trop prudentes et le maintien de l'étalon-or dans les années 20 et pendant la crise ont fait passer le ratio dette/PIB du Royaume-Uni de 130 % en 1919 à 178 % en 1933.

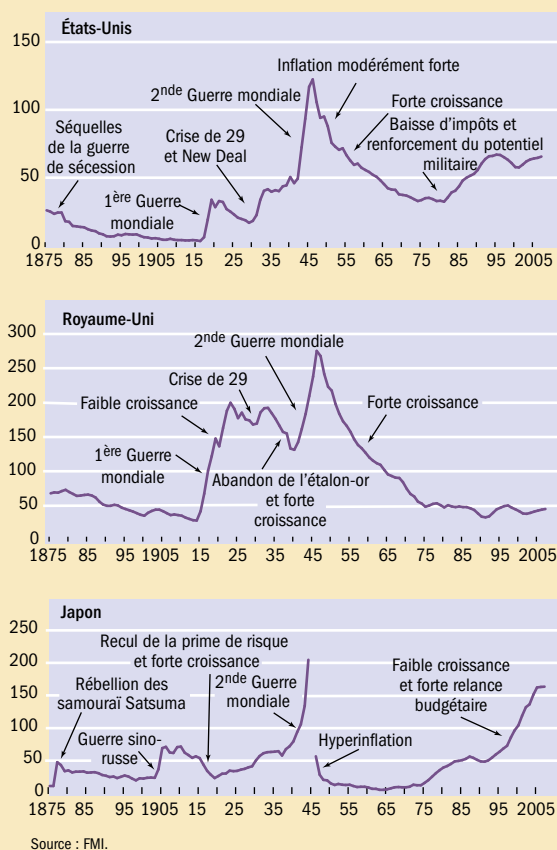
Pour diverses raisons toutefois, il y a lieu d'être plus circonspect devant la situation actuelle et d'insister sur la nécessité de défendre la solvabilité des finances publiques.

- Les grandes économies avancées n'ignorent pas que la dette peut être réduite par des moyens pernicieux. L'hyperinflation est survenue après des conflits majeurs et dans un climat d'instabilité politique intérieure; de plus, une inflation modérée a beaucoup aidé à réduire la valeur réelle de la dette, surtout jusqu'aux années 50. Entre les deux guerres, des défaillances partielles ont aussi été observées sur fond de graves ralentissements de l'activité (par exemple en Italie à la fin des années 20); du fait de l'abrogation des clauses-or dans les contrats d'emprunt en 1933 aux États-Unis, une hausse

Pics et creux

Historiquement, les guerres ont suscité une hausse de la dette publique.

(dette publique, en pourcentage du PIB)



de 25 points du ratio dette/PIB a été évitée lorsque ce pays a abandonné l'étalon-or.

- En tirant les leçons de l'histoire, il faut se souvenir de deux différences importantes. Premièrement, durant les guerres, périodes pendant lesquelles certaines des hausses les plus fortes et les plus rapides ont été observées par le passé, le financement intérieur de la dette a été facilité par le contrôle généralisé de l'économie, capitaux inclus, par l'État; il se peut aussi que la population ait ressenti le devoir moral de soutenir l'effort de guerre. Deuxièmement, la crise actuelle est, par certains aspects, vraiment inédite : en particulier, les passifs conditionnels liés aux garanties du secteur financier atteignent un niveau jamais constaté jusqu'à présent.

Une crise plus grave : le vieillissement de la population

Une autre différence avec les accumulations de dette du passé réside dans les problèmes budgétaires que posent actuellement les régimes de retraite et de soins de santé.

Après la Seconde Guerre mondiale, les régimes de retraite et de soins de santé n'étaient pas aussi développés (et coûteux)

qu'aujourd'hui dans la plupart des économies avancées et dans plusieurs économies émergentes. Par exemple, l'un des plus grands succès du Président Roosevelt après la Crise de 1929 a été d'établir la sécurité sociale en 1935 (avec une augmentation immédiate des cotisations et un versement différé des pensions).

La plupart des économies avancées et plusieurs économies émergentes font face aux tensions budgétaires à long terme dues à l'impact du vieillissement de la population sur les régimes de retraites et de soins de santé : dans la plupart des pays du G-20 pour lesquels on dispose de données, les dépenses de retraite et de santé devraient augmenter de plus de trois points de PIB entre 2005 et 2050. En fait, ces pressions sont beaucoup plus graves que celles résultant de la crise financière : en valeur actuelle nette, la charge que représente la crise équivaut à moins de 5 % de l'impact du vieillissement. Cependant, il y a un risque que le problème du vieillissement, qui évolue plus lentement que les répercussions plus urgentes et plus visibles de la crise financière, soit temporairement négligé et que sa solution soit remise à une date où il sera plus coûteux à régler.

Une stratégie pour rebondir

Compte tenu de ce qui précède, même si le succès de la reprise dépend du rétablissement de la santé du système financier et d'une forte relance à court terme par les économies qui peuvent se le permettre, les pays doivent préciser au plus tôt la stratégie qu'ils entendent suivre pour assurer la solvabilité de leurs finances publiques.

Les dirigeants doivent concilier deux risques opposés.

- *Dépression et stagnation prolongées* : l'inaction risque d'avoir un coût économique et budgétaire encore plus élevé ; si la situation économique continue de se dégrader, il faudrait peut-être, en priorité, soutenir davantage le secteur financier, mais aussi stimuler la demande globale.

- *Perte de confiance dans la solvabilité de l'État* : de ce point de vue, il faudrait suivre attentivement des indicateurs de la vulnérabilité budgétaire telle qu'elle est perçue — taux d'intérêt réels, anticipations inflationnistes, risques de défaillance du débiteur (crédits ou obligations) et échéances de la dette.

Chaque pays conciliera ces risques en tenant compte de sa situation. En fait, la capacité de prendre de nouvelles mesures de relance varie beaucoup selon les pays : il faudra tenir compte dans les choix à faire des projections sur les niveaux de la dette et des indicateurs de vulnérabilité budgétaire.

Pour tous les pays, l'arbitrage sera plus facile si les autorités précisent, de façon crédible, la stratégie qu'elles entendent appliquer pour assurer la solvabilité des finances publiques. Cette stratégie devrait s'appuyer sur quatre piliers.

Premièrement, les programmes de relance budgétaire devraient consister, autant que faire se peut, en des mesures temporaires visant à empêcher les déficits de grimper indéfiniment. Ces mesures ne devraient pas être permanentes, même si leur application sera sans doute prolongée, car il est probable que le recul de la demande du secteur privé soit durable.

Deuxièmement, les mesures devraient s'insérer dans un cadre budgétaire à moyen terme prévoyant un rééquilibrage budgétaire une fois que la situation économique se sera

améliorée. Un cadre à moyen terme, étayé par des lois de responsabilité budgétaire, des règles ou des conseils autonomes, servirait de point d'ancrage des mesures de recettes et de dépenses. Mais, étant donné la grande incertitude qui pèse sur les perspectives économiques, ces cadres devraient être suffisamment souples pour que l'aide budgétaire puisse être accrue en cas de besoin.

Troisièmement, les gouvernements devraient renforcer les perspectives de croissance par des réformes structurelles. Celles-ci ont joué un rôle capital dans la réduction de la dette lors de la plupart des rééquilibrages budgétaires antérieurs. Il faudrait éliminer les dépenses budgétaires improductives sauf pour les programmes qui assurent une croissance de haute qualité et un taux de rendement social élevé. Les réformes fiscales devraient renforcer les incitations au travail et à l'investissement. Il serait en outre judicieux de freiner la tendance qu'ont la plupart des systèmes fiscaux à privilégier l'emprunt au détriment des fonds propres comme mode de financement.

Quatrièmement, un projet précis de réforme des droits à pension et aux soins de santé est nécessaire pour tenter de remédier aux pressions à long terme résultant du vieillissement de la population. Chaque pays décidera du niveau et de la rapidité de l'ajustement. Néanmoins, s'ils différaient la réforme, la plupart des pays seraient obligés ultérieurement de prendre des mesures plus vastes et plus douloureuses. Par certains côtés, l'ampleur du problème pourrait même être considérée comme une chance dans le contexte actuel, car des mesures comme le relèvement de l'âge de la retraite pourraient atténuer nettement les inquiétudes du marché sur la solvabilité des finances publiques.

Les occasions à saisir

Ces préceptes n'ont rien de nouveau, certains faisant même partie des conseils que le FMI donne depuis longtemps, mais, la fragilité des finances publiques les rend encore plus impérieux.

Il est sans doute délicat du point de vue de la théorie économique de lancer de vastes réformes budgétaires dans un contexte économique très maussade, mais cela peut être aussi une chance. En fait, les crises ont parfois été à l'origine de réformes politiquement difficiles et un *big bang* est éventuellement possible si la relance actuelle peut être conjuguée à une réforme de longue haleine des droits à prestations.

Le FMI et les autres institutions internationales ont un rôle important et constructif à jouer en encourageant les réformes budgétaires qui font partie de la stratégie proposée ci-dessus. En raison de la diversité géographique de ses membres que la crise touche tous à des degrés divers, le FMI est le mieux placé pour les aider, par ses travaux de fond ou dans les pays et par son assistance technique. La réforme des droits à prestations, les cadres budgétaires à moyen terme, la communication des données budgétaires et les règles budgétaires sont autant de sujets qui recevront sans doute une attention prioritaire au cours des prochaines années. ■

Carlo Cottarelli est Directeur du Département des finances publiques du FMI.