



Cap sur demain

Carlo Cottarelli et José Viñals

Les pays doivent commencer à élaborer des stratégies économiques pour accompagner la reprise

SI L'ÉCONOMIE mondiale affiche des signes d'amélioration (le bout du tunnel est en vue), les perspectives restent très incertaines. Il serait certes prématuré de mettre fin aux mesures de riposte à la crise, mais, il est vital de commencer à élaborer une stratégie d'accompagnement de la reprise. On risquerait sinon de déstabiliser les anticipations et d'affaiblir l'impact des actuelles relances budgétaires et monétaires.

Les gouvernements et les banques centrales ont réagi au ralentissement de l'économie mondiale en prenant le relais des ménages et des entreprises, dont la demande s'effondrait, et en apportant un considérable soutien à diverses activités primordiales, dont le secteur financier. En conséquence, leurs bilans se sont gonflés, et leurs risques accrus.

Les politiques liées à la crise fragilisent les bilans des États et, qui plus est, la dette publique s'est envolée dans un contexte d'augmentation des dépenses de santé et de retraite pour une population vieillissante, surtout dans les pays avancés. Dans nombre de pays, l'alourdissement de la dette a anéanti les efforts déployés depuis plus de 10 ans pour renforcer le budget de

l'État dans la perspective de ce vieillissement. Il était sans doute vital d'assouplir la politique monétaire et d'adopter des mesures non orthodoxes pour prévenir l'effondrement du secteur financier, mais l'acquisition massive d'actifs à risques expose plusieurs banques centrales à des pertes et la nature quasi-budgétaire de certaines des mesures peut soumettre leur indépendance à des pressions politiques.

Quelle est alors la stratégie qui permettra d'accompagner la reprise? Il faut d'abord s'attaquer plus énergiquement aux problèmes budgétaires liés au vieillissement démographique, puis préserver, voire renforcer, la capacité des banques centrales à maîtriser l'inflation. Enfin, il faudra promouvoir une croissance forte et durable en remettant le secteur privé aux commandes du secteur financier et des autres secteurs afin de stimuler la concurrence et d'en tirer tous les avantages possibles en termes de productivité.

Des problèmes budgétaires sans précédent

Trois facteurs contribuent à fragiliser gravement les finances publiques :

- la chute de l'activité et le ralentissement de la croissance des prochaines années par rapport aux projections d'avant la crise;
- les programmes de relance budgétaire;
- les interventions de l'État à l'appui du secteur financier.

Dans les pays avancés, le ratio dette/PIB devrait passer de 75 % en 2007 à 115 % en 2014, d'après les prévisions de juillet des *Perspectives de l'économie mondiale*. Le ratio d'endettement se situera autour de 90 % en 2014 dans les pays du G-7, sauf le Canada.

Ce gonflement de la dette publique est sans précédent en période de paix. De fortes hausses ont été observées dans les années 30, mais à partir de niveaux plus bas (par exemple, 20 % du PIB aux États-Unis en 1929). En outre, les tendances démographiques étaient alors favorables.

Cet endettement tient pour l'essentiel aux relances budgétaires (surtout le manque à percevoir fiscal dû à la récession et à l'effondrement des cours des actifs) et pour une part assez faible (6 % jusqu'à présent) aux opérations de soutien financier. Le «dénouement» de ces opérations ne peut donc résoudre purement et simplement le problème budgétaire.

Risque de crise budgétaire

Si cette montée tendancielle de la dette reste sans réponse, on peut craindre que l'inflation n'entre en jeu pour la résorber ou que les défauts de paiement ne deviennent inévitables. Les taux d'intérêt augmenteraient, ce qui agraverait les difficultés budgétaires et finirait par étouffer la reprise, les échéances seraient raccourcies et des crises de refinancement pourraient éclater. Ces problèmes seraient particulièrement graves s'ils s'accompagnaient d'une perception de risque élevé de dépréciation de la monnaie.

À en juger par les prévisions consensuelles et les indicateurs d'anticipations tirées des obligations indexées sur l'inflation dans les grands pays avancés, l'inflation devrait demeurer faible durant la prochaine décennie. S'ils augmentent depuis quelques mois, les taux d'intérêt sur les effets publics n'en restent pas moins bas. Cependant, les marchés mettent souvent un certain temps à réagir et le font brutalement, de sorte que leur réponse modérée jusqu'à présent n'est pas nécessairement rassurante pour l'avenir.

Pour certains commentateurs, l'inflation, qui risque de s'accélérer si les banques centrales ne parviennent pas à comprimer leur bilan et à durcir la politique monétaire assez vite au début de la reprise, pourrait utilement réduire la dette. Toutefois, une forte inflation engendre de graves distorsions et peut être coûteuse à freiner. Du reste, une inflation à un seul chiffre n'entamerait guère la valeur réelle de la dette, surtout si les taux d'intérêt applicables au refinancement ultérieur de l'État augmentaient avec les anticipations inflationnistes. Bref, la stabilité des prix, sous la forme d'une inflation faible, est un bien public vital, qu'il importe de préserver pour soutenir une croissance durable.

Une riposte résolue des banques centrales

Grâce à leurs concours, notamment de liquidités, les banques centrales ont empêché un effondrement du secteur financier et une déflation nocive. Elles ont nettement abaissé les taux directeurs et ont en outre allongé les échéances et élargi l'éventail des garanties et contreparties afin d'assurer un flux ordonné de monnaie centrale dans le système.

Elles se sont aussi livrées à diverses opérations sur actifs souvent non orthodoxes pour réagir à des taux d'intérêt à

court terme parfois proches de zéro et pour lutter contre les perturbations du marché. On a également constaté de la part des banques une forte hausse de la demande d'encaisses après la chute de Lehman Brothers (septembre 2008). Dans cette crise, *l'assouplissement quantitatif* et *l'assouplissement du crédit* ont consisté à acheter, respectivement, des titres publics pour

«Il faudra promouvoir une croissance forte et durable en remettant le secteur privé aux commandes du secteur financier et des autres secteurs afin de stimuler la concurrence.»

abaisser les taux d'intérêt à long terme et des actifs du secteur privé pour contrer l'élargissement des marges sur des marchés spécifiques (par exemple, en acquérant en dernier ressort sur un marché des billets de trésorerie moribond). Dans certains pays, l'effet conjugué de ces deux types d'assouplissement sur le bilan de la banque centrale a été très sensible. Par exemple, deux ans après le début de la crise, à la fin juin 2009, le bilan de la Fed avait plus que doublé et celui de la Banque d'Angleterre presque triplé, pour atteindre dans les deux cas quelque 15 % du PIB. Le bilan de l'eurosystème avait progressé de 50 % pour se situer à 20 % du PIB.

Des problèmes atypiques de politique monétaire

Les banques centrales pourraient avoir à gérer le risque d'une poussée de tensions inflationnistes (issues de la demande intérieure, des cours des produits de base ou de l'impact des variations des taux de change) et des problèmes de stabilité financière en cas de faiblesse persistante de l'économie.

Le recours massif à des instruments non orthodoxes a compliqué la formulation et la communication des politiques. Normalement, seul le taux d'intérêt à court terme, en règle générale un taux interbancaire, est utilisé pour signaler une variation de la politique de la banque centrale. Cependant, à cause de ces opérations atypiques, il est plus difficile d'évaluer l'orientation générale de la politique monétaire. Cette difficulté risque de persister durant les premières phases de la reprise si les tensions inflationnistes resurgissent dans certains pays avant le rétablissement complet des marchés; certains de ces instruments continueraient d'être utilisés même si les taux d'intérêt augmentent.

Les banques centrales pourraient donc affronter de graves problèmes sur plusieurs fronts : il leur faut fixer le moment où inverser leur politique et l'étendue de cette inversion, décider de l'avenir de leur bilan, collaborer avec les autorités budgétaires et les autres banques centrales et communiquer leur stratégie au public. En outre, si la stabilité des prix reste l'objectif principal de leur politique monétaire, le rôle qu'elles doivent jouer au regard de la stabilité financière fait l'objet d'un débat capital.

Le retour à la normale

À mesure que les économies repartiront, il sera important de revenir à la normale, en ce qui concerne aussi bien la dette publique et le bilan de la banque centrale que les responsa-

bilités institutionnelles. Pour réduire tout risque ultérieur de crise, il faudra procéder à un ajustement budgétaire (assorti de réformes des retraites et des soins de santé) dès que la reprise sera bien engagée. Le dénouement des interventions des banques centrales, tout en compensant parallèlement les pertes subies par le budget de l'Etat, préservera leur capacité de maîtriser l'inflation.

Une plus grande discipline budgétaire s'impose

L'ampleur de l'ajustement budgétaire des vingt prochaines années sera presque sans précédent, surtout pour les pays les plus endettés. Selon une étude du Département des finances publiques, les pays avancés les plus endettés (plus de 60 % du PIB en 2014) devraient maintenir un excédent primaire moyen (recettes moins dépenses avant paiement d'intérêts) de 4½ % à partir de 2014 pour ramener leur dette à 60 % du PIB d'ici à 2030 (Horton, Kumar, and Mauro, 2009).

L'ajustement budgétaire nécessitera une réforme des prestations de retraite et santé, principales sources de tensions en matière de dépenses au cours des prochaines décennies. La valeur actuelle nette des futures dépenses dues au vieillissement est plus de 10 fois celle du coût budgétaire de la crise. Dans ce domaine, des mesures sont indispensables, mais politiquement difficiles, et elles exigeront davantage de travaux techniques préparatoires. Un relèvement de l'âge de la retraite, par exemple, peut réduire sensiblement la valeur actuelle nette des dépenses publiques à venir sans compromettre l'impact de la relance budgétaire sur la demande globale.

L'ajustement devra aussi porter sur les *recettes* et les dépenses en général. À cause de leurs propres priorités et de la diversité de leurs situations, les pays feront des choix différents, mais il y aura des points communs. Côté dépenses, les mesures de relance ne peuvent se perpétuer; quant aux recettes, il faudra d'abord élargir la base d'imposition, mais il importera aussi, plus que jamais, de modifier la structure fiscale. À cet égard, les impôts correcteurs d'externalités (taxe carbone, par exemple) seront au rang des priorités. Pour renforcer l'ajustement, des dispositions institutionnelles (cadres financiers à moyen terme, lois de responsabilité financière, règles et conseils budgétaires) peuvent jouer un rôle utile selon la situation de chaque pays.

Il faut aussi veiller à récupérer dans de bonnes conditions la valeur des actifs achetés durant la crise. Les pays pourraient être amenés à choisir entre une vente rapide des actifs au secteur privé dès que les banques ou les sociétés acquises redeviennent bénéficiaires ou une approche plus graduelle qui, finalement, peut être plus rentable pour le budget de l'Etat.

La croissance doit être une priorité absolue vu sa contribution à l'allégement de la dette. Une hausse de 1 point de la croissance durant 10 ans (à dépenses constantes et à un taux d'imposition de 40 %) réduit la dette publique de 24 points du PIB. Enfin, si la croissance observée ces vingt dernières années se poursuit pendant la prochaine décennie, il suffirait que les budgets soient en équilibre (objectif certes ambitieux) pour ramener le ratio d'endettement de 100 à 60 % du PIB. Cependant, la croissance n'est nullement acquise pour la dizaine d'années à venir. À cause de la crise, la croissance potentielle pourrait être inférieure à celle des vingt dernières années; en outre, une évolution défavorable de la démographie peut aussi

freiner l'activité. Des réformes visant à renforcer la croissance potentielle sont donc indispensables.

Il faut toutefois souligner comme aspect positif que, quel que soit son point de départ, le ratio dette/PIB converge fondamenta-

«L'aptitude des banques centrales à préserver la stabilité des prix sera capitale pour parvenir à la forte croissance souhaitable en soi, mais aussi nécessaire pour la viabilité de la dette.»

lement vers un niveau qui est seulement fonction de la croissance et du ratio déficit/PIB. Ainsi, les efforts déployés pour stimuler la croissance et contenir le déficit peuvent être efficaces même si la dette est actuellement élevée.

Les défis de la politique monétaire

L'aptitude des banques centrales à préserver la stabilité des prix sera capitale pour parvenir à la forte croissance souhaitable en soi, mais aussi nécessaire pour la viabilité de la dette. Une déflation aurait des effets dévastateurs et intensifierait la récession, mais des taux d'inflation supérieurs à ceux compatibles avec la stabilité des prix pourraient aussi pénaliser la croissance.

À court terme il est essentiel de stabiliser le secteur financier et l'économie réelle. Cependant, à mesure que la crise s'atténue, le grand nombre d'actifs à risques dans les bilans pourrait compromettre la capacité des banques centrales d'assurer la stabilité des prix :

- des réserves excédentaires élevées pourraient se traduire par une forte expansion du crédit et des tensions inflationnistes;
- il pourrait être difficile d'utiliser certains actifs pour gérer la politique monétaire et la liquidité;
- le recours à des instruments quantitatifs compliquerait l'évaluation de la politique monétaire;
- les pertes et les opérations quasi-budgétaires peuvent créer des pressions politiques compromettant l'indépendance des banques centrales.

Éléments d'une stratégie

Les principaux volets d'une stratégie de sortie pour les banques centrales sont par ordre de priorité : limiter et dénouer les opérations non orthodoxes, restructurer les bilans, préparer des instruments pour durcir la politique monétaire et définir et communiquer les politiques afin de permettre d'ancrer les anticipations.

Opérations non orthodoxes. Certaines opérations, justifiées uniquement par la crise, seront dénouées à mesure que la situation financière se normalisera et la demande d'encaisses excédentaires diminuera automatiquement. D'autres positions bilancielles nécessiteront une gestion et une stratégie plus actives.

L'achat de titres d'Etat dans le cadre de l'assouplissement quantitatif visait à faire baisser les taux d'intérêt à long terme.

Une vente massive pourrait alourdir les coûts d'emprunt de l'État, aussi le calendrier de ces ventes est-il crucial. Les titres d'État pourraient servir à des opérations d'open market pour épouser des liquidités excédentaires, mais il n'est pas urgent de vendre, car il est normal pour une banque centrale de détenir des titres à long terme.

Les programmes d'assouplissement du crédit (achats d'actifs privés pour agir sur les marges de crédit) sont en général limités dans le temps. Comme pour l'assouplissement quantitatif, recourir de moins en moins aux grandes opérations de ce type peut signifier un resserrement de la politique monétaire. Là encore, le calendrier adopté doit partir d'une évaluation globale de la situation économique.

Les questions les plus difficiles soulevées par l'assouplissement du crédit résulteront de la détention par les banques centrales de titres privés souvent illiquides et d'une valeur incertaine. Ces actifs pourraient ne pas entrer dans des opérations normales d'open market et risquent donc d'entraver les efforts déployés pour drainer la liquidité lorsque les tensions inflationnistes réapparaîtront. En outre, ces actifs peuvent causer beaucoup de pertes aux banques centrales.

Restructuration des bilans. Les importantes positions d'actifs atypiques de certaines banques centrales présentent un double risque de marché et de crédit. Les pertes sur ces positions peuvent aboutir à une position en capital nette négative pour certaines banques centrales. Le risque de crédit, qu'il soit pris dans le cadre d'un assouplissement du crédit ou de garanties plus risquées, peut se concrétiser. Le risque de marché, principalement du fait de l'achat d'actifs à long terme à faible rendement, peut aboutir à une perte de valeur lorsque les taux d'intérêt augmentent.

La réaction de chaque banque centrale dépendra de la structure de son bilan. Si la position en capital est toujours positive et que les opérations fassent ressortir un bénéfice global, le bilan se renforcera à terme. Si les pertes au titre du crédit sont élevées, l'État devra transférer des fonds pour la recapitaliser. Une banque centrale financièrement fragile risque d'être davantage sensible aux pressions politiques et moins disposée à engager les mesures nécessaires, ce qui aurait de graves répercussions sur la stabilité des prix.

Comment préparer le resserrement monétaire. Les banques centrales doivent retrouver la maîtrise de la liquidité et rétablir le taux directeur à court terme comme principal instrument pour définir la politique monétaire, de façon à pouvoir la durcir le moment venu.

À mesure que l'économie sortira de la crise, il est possible que les banques détiennent encore des liquidités excédentaires importantes qu'il faut réabsorber pour contenir l'expansion du crédit et l'inflation. Pour ce faire, les banques centrales disposent d'une panoplie d'instruments : mises en pension (vente de titres d'État figurant dans leurs livres et qu'elles conviennent de racheter), émission d'effets et relèvement de la rémunération des réserves que les banques détiennent auprès d'elles.

Il importera de relever la rémunération des réserves, mais le recours à ce type de mécanisme permanent de dépôt ne doit pas fragiliser les incitations aux opérations interbancaires. Les banques centrales utilisent en général comme taux directeur le taux des prêts interbancaires, et donc une contraction du marché interbancaire modifierait la transmission des variations des

taux d'intérêt à l'ensemble de l'économie. Cela doit être pris en considération dans la définition de la politique monétaire.

Les banques centrales fortement engagées dans l'assouplissement du crédit détiennent peut-être encore des actifs à long terme non utilisables dans des opérations d'open market. Dans ce cas, elles doivent recourir aux dépôts à terme ou à l'émission de titres pour réabsorber la liquidité.

Enfin, il peut être important pour certaines banques centrales de durcir les règles en matière de garanties de façon à réduire les risques de pertes et à ne pas créer des distorsions sur le marché. Cela nécessitera une planification rigoureuse afin d'éviter les chocs brusques sur le marché.

Communication

S'il est prématûr de durcir les politiques budgétaire et monétaire, il n'est pas trop tôt pour ancrer les anticipations en définissant et en communiquant la stratégie et les mesures envisagées pour assurer la solvabilité budgétaire. Il convient de faire comprendre aux marchés que les problèmes à long terme seront abordés et que la politique budgétaire sera durcie lorsque l'économie repartira. En outre, certaines mesures qui ne risquent nullement d'avoir un impact négatif sur la demande globale pourraient être engagées dès maintenant, comme les réformes institutionnelles visant à renforcer la transparence budgétaire et les cadres budgétaires à moyen terme (par exemple, engagement crédible à réduire le déficit budgétaire à moyen terme).

Les marchés réagiront aussi positivement aux mesures monétaires qui les rassureront sur la promesse de contenir l'inflation. Au début de la crise, ils avaient parfois du mal à saisir l'orientation de la politique monétaire, que pouvaient obscurcir les mesures exceptionnelles adoptées pour parvenir à la stabilité financière ou assouplir la liquidité. Pour éviter cette confusion à la sortie de crise, les banques centrales devront faire passer un message clair. Il sera vital d'établir une distinction entre l'orientation de la politique et les mesures prises pour l'appliquer. L'adoption de la même terminologie par les banques centrales devrait faciliter le processus.

Le rôle capital de la coordination internationale

La concertation internationale est nécessaire pour assurer la cohérence des politiques budgétaire et monétaire des pays pendant la sortie de crise, en tirant parti de l'expérience acquise jusqu'à présent et en la poussant plus loin. Le début presque simultané de la crise dans les pays avancés a aidé à coordonner la mise en place de mesures sans précédent. Cependant, il se peut que les reprises soient moins bien synchronisées et qu'il soit donc plus difficile d'assurer la cohérence internationale des politiques macroéconomiques, la situation propre de chaque pays jouant un plus grand rôle dans les débats sur l'orientation de ses politiques. ■

Carlo Cottarelli est Directeur du Département des finances publiques du FMI et José Viñals est Conseiller financier et Directeur du Département des marchés monétaires et de capitaux.

Bibliographie :

Horton, Mark, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor", IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: International Monetary Fund).