

## 800 ans de folies financières

Carmen M. Reinhart 24 Avril 2008

Considérée au miroir des trente dernières années, la période présente semble peu susceptible de produire une vague de défauts de paiement sur la dette souveraine. Mais une nouvelle base de données, courant sur huit siècles, offre de nombreuses leçons pour comprendre les crises financières. Contrairement à ce que l'on pense généralement, la crise actuelle pourrait bien ne pas être très différente de celles d'hier.

Le monde des économistes a une tendance regrettable à considérer l'histoire immédiate à travers la fenêtre étroite fournie par les données standard. Or, sauf quelques exceptions notables, les études empiriques sur les crises financières partent généralement des années 1980, et à bien d'autres égards elles sont limitées. Or, un événement considéré comme rare dans une période de trois décennies pourrait bien de pas l'être quand on envisage une durée plus longue.

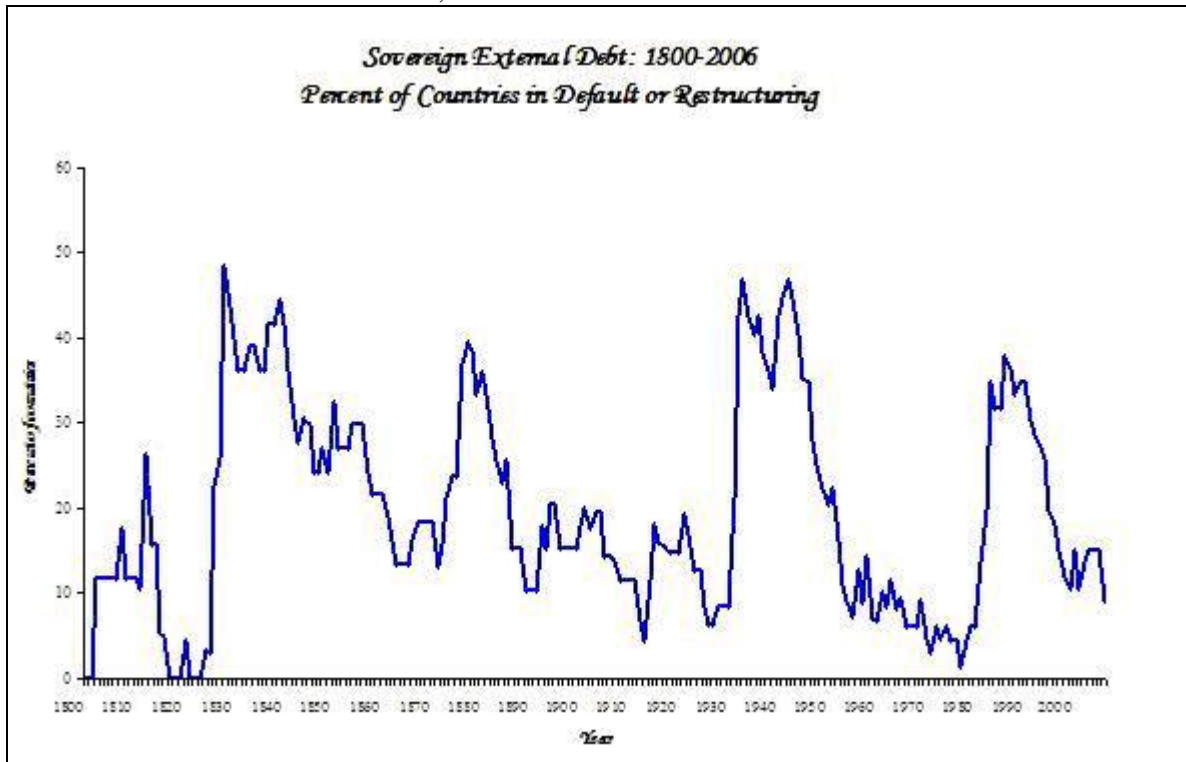
Dans un papier récent cosigné avec Kenneth Rogoff (1), nous présentons une nouvelle base de données historiques qui peut être utilisée pour étudier les crises de dette, les crises bancaires, l'inflation, les dévaluations et les chocs monétaires. Cette base couvre 66 pays, répartis sur tous les continents. L'ensemble de variables va de la dette extérieure et domestique au commerce, en passant par le PNB, l'inflation, le cours des changes, les taux d'intérêt et le prix des denrées. Ces données sont collectées sur huit siècles, en partant de l'indépendance ou bien de la période coloniale pour certains pays. Je voudrais résumer ici certains des principaux enseignements de cette base, en ayant en tête la conjoncture actuelle.

Le principal est que les décideurs ne devraient se réjouir trop vite de l'absence de défauts de paiement majeurs entre 2003 et 2007, après la vague de défauts qui a marqué les deux décennies précédentes. Les défauts de paiement en série restent la norme ; les principaux épisodes sont généralement espacés de quelques années ou de quelques décennies, ce qui contribue à créer chez les décideurs et les investisseurs l'illusion que « cette fois, c'est différent ». Il apparaît aussi qu'une inflation élevée, des chocs monétaires et des dévaluations sont souvent associés aux défauts. Historiquement enfin, les grandes vagues de mobilité croissante des capitaux sont souvent suivies par une série de crises bancaires domestiques.

Quels sont les autres enseignements livrés par cette vue panoramique de l'histoire des crises financières ? Commençons par discuter les cycles des défauts de paiement des États sur leur dette extérieure.

Si l'on considère le monde dans son ensemble (ou tout au moins les 90 % du PIB mondial représentés dans notre base), la période actuelle peut être vue comme un des moments de calme qui suivent généralement les grandes crises financières mondiales. La figure 1 représente pour les années 1800 à 2006 le pourcentage annuel des États indépendants en défaut de paiement ou forcés de restructurer leur dette. À côté du calme qui règne aujourd'hui, un élément saute aux yeux : les périodes longues où une partie significative des pays est en défaut ou doit restructurer sa dette. Le graphique fait apparaître cinq pics, et avec eux cinq cycles de défaut : le premier pendant les guerres napoléoniennes, le dernier avec les crises des pays émergents dans les années 1980 et 1990.

Figure 1. Dette extérieure souveraine. Pourcentage annuel des pays indépendants en état de défaut ou de restructuration de leur dette, 1800-2006



Source : Reinhart and Rogoff (2008a).

Des défauts de paiement en série sur la dette extérieure – c’est-à-dire des défauts de paiement souverains qui se répètent – semblent être la norme dans presque chaque région du monde, y compris l’Asie et l’Europe. Notre base de données confirme aussi une vue largement partagée par les économistes : les facteurs économiques globaux, y compris les prix des denrées et les taux d’intérêts dans les pays centraux, jouent un rôle majeur dans le déclenchement des crises de dette souveraine.

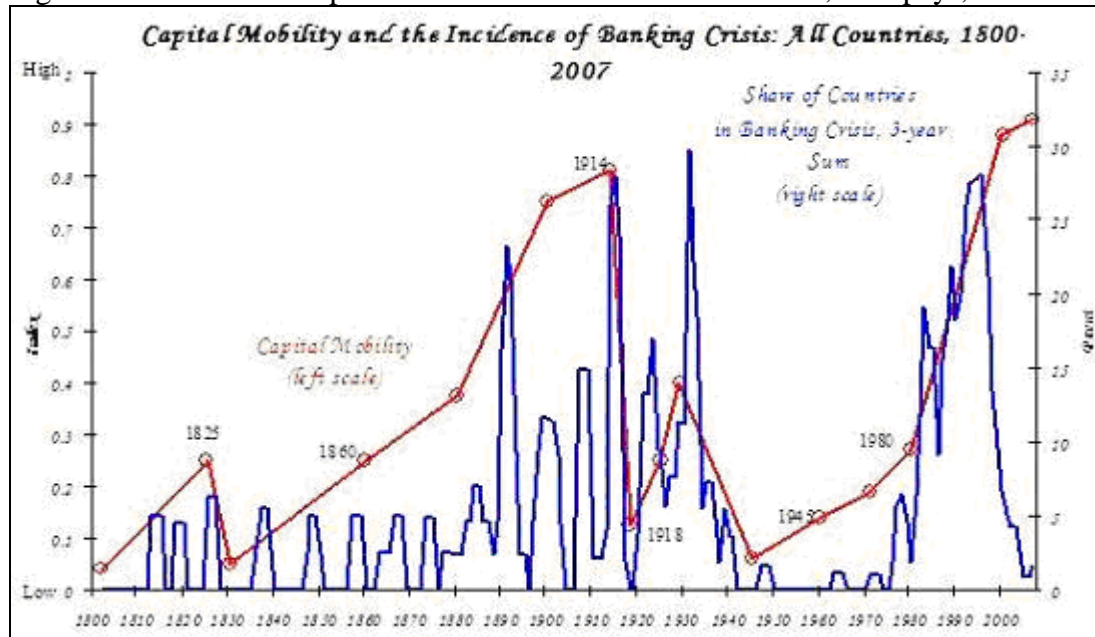
Ces dernières années, les marchés émergents ont profité de taux d’intérêt internationaux bas, de la relative stabilité du prix des denrées et d’une croissance solide aux Etats-Unis et ailleurs. Les choses ne peuvent pas aller mieux et on peut parier qu’elles risquent d’empirer. Certes, les taux d’intérêt d’Etats-Unis vont selon toute probabilité rester à des niveaux bas, ce qui aide énormément les pays débiteurs. Mais le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et dans les autres économies avancées impacte les perspectives de croissance pour les pays émergents d’Asie et d’ailleurs, qui dépendent des exportations. L’inflation est en hausse. Que peut-on attendre ?

Un élément régulièrement mis en avant par la littérature sur les crises financières modernes est que les pays accueillant d’importants flux de capitaux ont un risque plus élevé d’être confrontés à une crise de dette. Le défaut risque d’être accompagné d’un accident monétaire et d’un regain d’inflation. Les données réunies dans notre base suggèrent que cette logique n’est pas nouvelle : depuis 1800, sinon plus tôt, la croissance brutale des flux de capitaux précède souvent les crises de dette extérieure, et ce aussi bien au niveau national, régional que mondial.

En accord, là aussi, avec la théorie moderne des crises, notre série fait apparaître une corrélation frappante entre mobilité croissante des capitaux et survenue de crises bancaires : c’est ce que montre la figure 2. Les périodes de forte mobilité des capitaux internationaux ont produit à plusieurs reprises des crises bancaires internationales, non seulement celle bien connue des années 1990, mais plusieurs autres au cours de l’histoire. En bleu et sur l’échelle de droite figure la proportion moyenne, sur trois ans, des pays confrontés à une crise bancaire. En rouge et sur l’échelle de

gauche, nous reprenons l'indice de mobilité des capitaux d'Obstfeld et Taylor, mis à jour et prolongé dans le passé en utilisant leurs principes, afin de couvrir l'ensemble de la période que nous étudions ; cet indice a ses limites, mais il fournit une représentation acceptable de la mobilité des capitaux, fondée sur les flux réels.

Figure 2. Mobilité des capitaux et survenue des crises bancaires, tous pays, 1800-2007



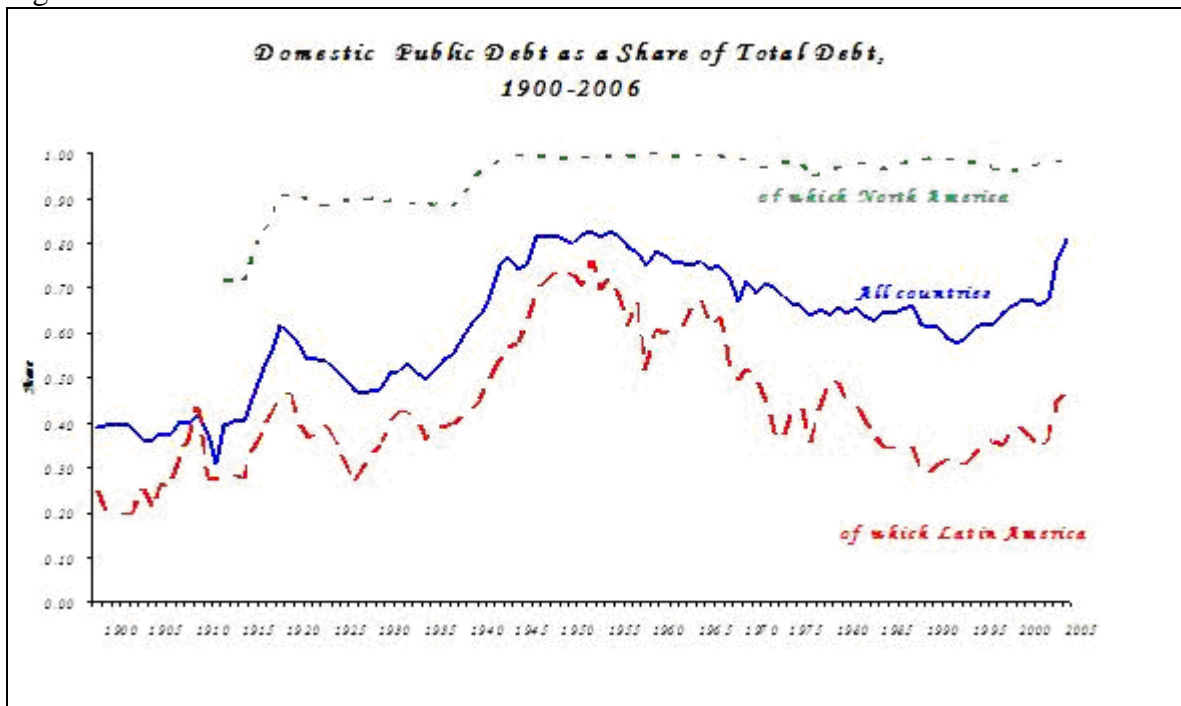
Sources : Reinhart and Rogoff (2008a), Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth, Japan-U.S. Center Sanwa Monographs on International Financial Markets* (Cambridge University Press, 2004).

Notre base de données comprend une série longue sur la dette publique domestique. Parce que les données historiques sur la dette domestique sont difficiles à obtenir, ce thème a été négligé dans la plupart des études empiriques sur la dette et l'inflation. En effet, beaucoup d'observateurs bien informés considèrent le fait que de nombreux pays émergents aient substitué des emprunts domestiques à ceux qu'ils avaient contractés à l'extérieur (auprès du FMI par exemple) comme révolutionnaire et sans précédent. Mais cette vision est très éloignée de la vérité, ce qui a des implications à la fois pour les marchés d'aujourd'hui et pour l'analyse historique de la dette et de l'inflation.

Le sujet de la dette publique domestique est si important, et ses implications pour les études empiriques sur l'inflation et le défaut de paiement extérieur sont si profondes, que nous lui avons consacré un article indépendant (2). Contentons-nous ici d'évoquer quelques points essentiels. Le premier est que contrairement à une opinion répandue aujourd'hui, la dette domestique a représenté une part importante de la dette publique de la plupart des pays, y compris les marchés émergents, au cours de leur histoire.

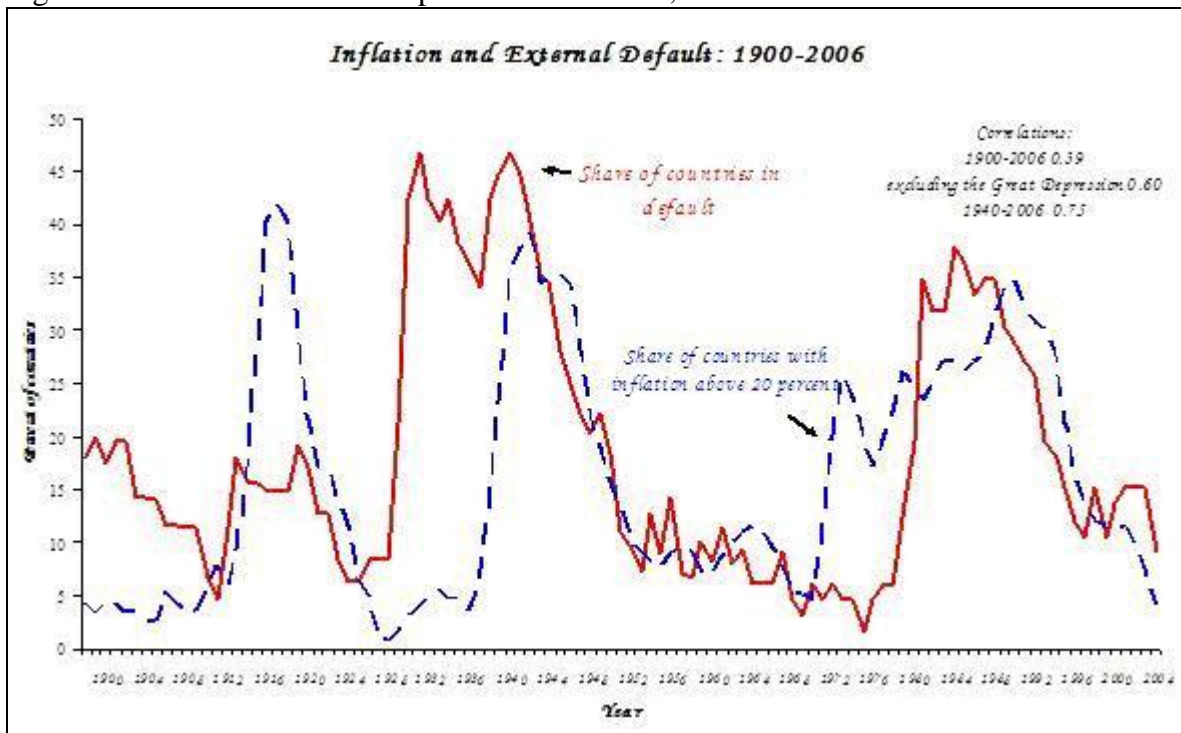
La figure 3 représente la part de la dette domestique dans la dette publique totale, de 1900 à 2006. Pour l'ensemble de notre échantillon, la dette publique domestique représente en moyenne plus de 50% de la dette publique totale sur l'ensemble de la période. Même pour l'Amérique latine, cette part dépasse en général 30% et de temps à autre 50%. De plus, contrairement à une autre idée en vogue, ces données révèlent qu'une part très importante de la dette publique domestique – même dans les marchés émergents – était constituée d'emprunts à long terme.

Figure 3.



La figure 4 illustre la corrélation frappante entre la proportion de pays en défaut de paiement et le nombre de pays confrontés à une inflation élevée (plus de 20 % par an).

Figure 4. Inflation et défauts de paiement extérieurs, 1900-2006



Les banques d'affaires et des organismes comme le Fonds monétaire international considèrent que même que si dans de nombreux marchés émergents la dette publique totale reste très élevée aujourd'hui, le risque de défaut de paiement sur la dette extérieure aurait pourtant baissé de façon spectaculaire, puisque la part de la dette extérieure a chuté au profit de la dette domestique.

Or, cette conclusion semble être fondée sur une prémisse défectueuse : les États considéreraient la dette domestique comme mineure, forçant leurs résidents à accepter des remboursements plus bas ou utilisant l'inflation pour les réduire. Les données historiques, cependant, suggèrent qu'une plus forte proportion de dette domestique dans l'ensemble de la dette publique ne change rien pour les créanciers extérieurs. Les probabilités de défaut de paiement dépendent beaucoup plus de l'ampleur globale de la dette.

Cela nous amène à notre thème central : le syndrome « cette fois, c'est différent ». Nombreux sont ceux qui considèrent que les États et leurs créanciers ont tiré les leçons de leurs erreurs. Grâce à des politiques macroéconomiques mieux informées et à des emprunts contractés avec plus de discernement, le monde ne serait pas près de revoir une nouvelle grande vague de défauts de paiement. Une raison souvent citée à l'appui de cette idée est que les États émergents gèrent désormais mieux leurs finances publiques, même si bien souvent c'est grâce à un environnement économique favorable et grâce au régime favorable des termes de l'échange.

Or, on se réjouit peut-être un peu trop vite. Les cycles flux de capitaux/défaut de paiement existent depuis 1800 au moins. La technologie a évolué, la taille des hommes a changé, la mode a changé... mais la capacité des États et des investisseurs à se tromper, engendrant ainsi des crises d'euphorie qui se terminent en drame, semble être restée une constante.

Pour terminer sur une note plus positive, nos travaux étudient aussi comment un pays peut sortir d'une histoire de défauts en série. Parmi les cas les plus intéressants se trouvent la Grèce et l'Espagne, deux pays qui semblent avoir échappé à une histoire de défauts chroniques en réformant leurs institutions, mais aussi en profitant de leur ancrage dans l'Union européenne. L'Autriche, elle aussi, a réussi à sortir d'une extraordinaire série de faillites au prix d'une plus grande intégration avec l'Allemagne après-guerre, un processus qui a commencé avant même que l'accélération de l'intégration européenne dans les années 1980 et 1990. L'heure est venue à présent de regarder quels pays émergents y parviendront.

1. Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "This Time its Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises" National Bureau of Economic Research Working Paper 13882, March 2008a, <http://gesd.free.fr/thistime.pdf>
2. Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "The Forgotten History of Domestic Debt.," NBER Working Paper 13946, April 2008b, <http://gesd.free.fr/forgotten.pdf>

## **L'explosion de la dette publique freine la croissance économique**

**Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, deux experts qui s'appuient sur deux siècles de données, estiment qu'à partir de 90% du PIB, la dette publique réduit la croissance de 1%**

Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff sont les deux économistes les plus connus dans l'analyse historique des crises. Ce sont aussi les auteurs de l'ouvrage de référence *This time is different, eight centuries of financial folly* (Ed. Princeton University Press, 2009). Les deux économistes présentaient cette semaine une étude à Atlanta lors de l'ASSA, le rendez-vous annuel des économistes américains. Leur analyse porte sur le niveau de dette publique (uniquement celle de l'Etat central) et son impact sur la croissance économique. Comme l'endettement public a littéralement explosé ces 18 derniers mois, le thème est particulièrement brûlant. L'étude s'appuie sur de nouvelles données, intègre 44 pays et porte sur la période de 1790 à 2009.

**Leur précédente analyse avait montré que la dette gouvernementale augmente en moyenne de 86% dans les trois années qui succèdent à une crise financière. Une découverte qui semble se**



confirmer actuellement puisque cinq des principaux pays les plus concernés par la crise (Etats-Unis, Royaume-Uni, Islande, Irlande, Espagne) ont vu leur dette publique augmenter de 75% en moyenne en quelques mois. Le ratio de dette publique au PIB atteint 62% en moyenne pour les cinq pays, soit 84% aux Etats-Unis, 72% au Royaume-Uni, 69% en Islande, 44% en Irlande. Même les pays qui ont moins souffert depuis 2007 présentent une hausse de 20% de leur dette publique.

Les deux économistes mettent en lumière une barrière importante pour la dette publique, celle des 90%. La croissance baisse de 1% au-delà de cette barrière, aussi bien pour les pays industrialisés que les pays émergents. Cette observation porte sur la médiane des pays. La médiane signifie qu'il y a autant de pays au-dessus qu'au-dessous de ce chiffre. Mais attention, la croissance moyenne baisse pour sa part de presque 4%. Au sein des pays dépassant les 90% de dette publique, la croissance n'a été que 1,7% contre 3,7% pour les pays avec un ratio de dette publique en dessous de 30%.

### Attention à la dette externe!

L'impact négatif est plus fort si un pays doit faire appel aux investisseurs étrangers. Reinhart et Rogoff montrent que si la dette extérieure d'un pays (privée et publique) dépasse 60% du PIB, la croissance économique est réduite de 2%. Et pour des niveaux d'endettement externe encore supérieurs, le frein est encore plus fort. A 90% de dette externe, la croissance est diminuée de moitié. Or la dette extérieure des pays industrialisés s'est envolée récemment et atteint en moyenne 200% en Europe, selon les experts. Elle est moitié moindre aux Etats-Unis et n'atteint que 50% en Amérique latine. Les économistes ajoutent que la moitié des défauts de paiement des pays émergents depuis 1970 sont le fait de pays dont le ratio de dette dépassait 60%.

Enfin, s'il n'existe pas de lien entre les niveaux de dette publique et l'inflation au sein des pays industrialisés, tel n'est pas le cas dans les pays émergents.

### Croissance du PIB selon le niveau de dette publique

entre 1790 et 2009	ratio de dette publique inférieure à 30% du PIB	dette entre 30 et 60% du PIB	dette entre 60 et 90%	dette supérieure à 90% du PIB
pays industrialisés*	3,7%	3,0%	3,4%	1,7%
pays émergents*	4,3%	4,1%	4,2%	1,0%
France	4,9%	2,7%	2,8%	2,3%
Allemagne	3,6%	0,9%	n. d.	n. d.
Etats-Unis	4,0%	3,4%	3,3%	-1,8%
Japon	4,9%	3,7%	3,9%	0,7%
Royaume-Uni	2,5%	2,2%	2,1%	1,8%
Turquie	5,4%	3,7%	3,2%	-6,4%
Brésil	3,2%	2,3%	2,6%	2,3%
Mexique	4,1%	3,4%	1,2%	-0,7%

\*moyenne

SOURCE: C. REINHART (UNIVERSITY MARYLAND ET NBER) ET KENNETH ROGOFF (HARVARD ET NBER)

## De la crise financière à la crise de la dette ?

Que se soit la reine d'Angleterre ou l'ouvrier automobile licencié de Détroit, tout le monde veut savoir comment il est possible que plus d'experts n'aient pas pressenti la crise financière. C'est une question bizarre. Comment se peut-il que les spécialistes puissent affirmer que les catastrophes financières ne se renouvelleront pas alors qu'ils sont incapables de prévoir leur première occurrence ?

La réponse n'est pas très rassurante. Mais pour faire simple, disons qu'il y a toujours un risque que la crise financière soit juste en phase d'hibernation, phase pendant laquelle elle se métamorphose lentement en crise de la dette publique.

Pour le meilleur ou pour le pire, la raison pour laquelle la plupart des investisseurs sont aujourd'hui beaucoup plus confiants qu'ils ne l'étaient il y a encore quelques mois est que les gouvernements un peu partout dans le monde ont mis en place un vaste filet de sécurité sous le système financier. Ils ont par ailleurs soutenu les économies en créant d'énormes déficits pendant que les banques centrales ont baissé presque à zéro les taux d'intérêts.

Mais ces grandes largesses des gouvernements peuvent-elles constituer une réponse définitive ? **Les pare-chocs gouvernementaux fonctionnent parce que les contribuables ont les poches profondes, mais aucune poche n'est sans fond.** Et lorsqu'un gouvernement, surtout lorsqu'il est important, commence à avoir des soucis, il n'y a plus ni pare-chocs ni filets de sécurité. Lorsqu'un peu partout dans le monde la dette publique atteint de tels niveaux, c'est-à-dire des niveaux qui en principe ne se constatent qu'en périodes post-guerre, il devient évident que la stratégie actuelle n'est pas viable à long terme.

Si l'idée est viable, pendant combien de temps la dette peut-elle enfler ? Nous l'ignorons. Les chercheurs économistes ont mis au point des outils utiles pour prédire quelles économies sont les plus vulnérables à une crise financière. Mais, si l'on peut identifier les vulnérabilités, il est pratiquement impossible de déterminer le timing.

**Nos modèles montrent que même une économie lourdement surendettée peut, en théorie, au fil des années, mêmes sur des décennies, avancer lentement mais sûrement avant de s'écrouler et se consumer. Tout se résume à la confiance et à la coordination des attentes, ce qui dépend, par ailleurs, des caprices de la nature humaine. Nous pouvons donc prévoir quels sont les pays les plus vulnérables mais quand à déterminer exactement où et quand la crise va frapper, c'est pratiquement impossible.**

On peut comparer cela à la prévision des attaques cardiaques. Une personne qui serait obèse, avec une tension élevée et un fort taux de cholestérol, est statistiquement plus sujette à une attaque cardiaque grave qu'une personne qui ne souffre d'aucun de ces symptômes. Pourtant, les individus à hauts risques peuvent souvent vivre pendant des années sans aucun problème. Tout comme les individus 'peu ou pas à risque' sont aussi vulnérables à la crise cardiaque.

Bien sur, une surveillance assidue peut permettre de récolter des informations potentiellement très utiles pour prévenir la crise cardiaque. Mais en dernier ressort, ce ne sera utile que si l'individu suit un traitement et s'il finit par modifier de façon significative son style de vie et ses habitudes.

Il en est de même pour les systèmes financiers. Une bonne surveillance permet de récolter des informations qui ne sont utiles que si l'on apporte une réponse. Malheureusement, nous vivons dans un monde où le système politique et les dispositifs de régulation sont souvent très faibles et souffrent de myopie.

Aucune économie n'est immunisée contre les crises financières, quel que soit le nombre d'investisseurs et de leaders qui essayent de se convaincre du contraire ; Carmen Reinhart et moi-même le démontrons dans notre livre ironiquement intitulé : *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* . ( *Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière*, ndt ) . Aujourd'hui, la folie « cette fois c'est différent » revient à dire que, puisque les gouvernements assument l'intégralité de la dette sur leurs épaules, nous n'avons pas à nous inquiéter.

**On nous rassure constamment sur le fait que les gouvernements ne manqueront pas à leurs engagements concernant la dette. Dans les faits, cependant, les gouvernements un peu partout dans le monde font défaut à leurs engagements avec une incroyable régularité soit directement soit par le biais de l'inflation ; ce qui fut le cas pour les Etats Unis dans les années 70 mais aussi dans les années 30 lorsqu'ils ont procédé à la dévalorisation de l'or par rapport au dollar de 20 dollars à 34 dollars l'once.**

Pour l'instant, la bonne nouvelle c'est que la crise sera contenue tant que les lignes de crédits publics seront maintenues. La mauvaise nouvelle c'est que la vitesse à laquelle enfle la dette pourrait bien entraîner une seconde vague de crises financières d'ici quelques années.

Mais l'énorme dépendance américaine sur les emprunts étrangers, surtout à la Chine, est encore plus inquiétante ; un déséquilibre qui est sans doute à l'origine de la crise actuelle. Les asiatiques reconnaissent que si les créances américaines continuent de s'accumuler, ils pourraient se retrouver dans la même situation que l'Europe il y a 30 ans, lorsque l'inflation a réduit ses créances à peau de chagrin.

La question du jour n'est pas tant de savoir pourquoi personne ne sonne l'alarme en vue de la crise à venir. Certains s'en chargent. La question du jour est plutôt de savoir si les responsables politiques les ont entendus. L'explosion des niveaux de déficits publics non viables est une question clé sur laquelle les responsables du G-20 devront plancher. Sinon, la reine Elisabeth II et les mécanos de Détroit reposeront encore la même question de savoir pourquoi ils ne l'ont pas anticipée.

**Kenneth Rogoff** Project Syndicate, 2009.