

Comment se déclenche et qu'entraîne une crise de la dette publique ? Ce que nous apprennent les cas de la Suède et de la Finlande en 1992

Compte tenu des perspectives de croissance et d'inflation, les politiques budgétaires mises en place aujourd'hui aux États-Unis et en Europe vont très probablement conduire à une hausse durable et forte des taux d'endettement publics. La question se pose donc de savoir si, dans certains pays, il pourrait y avoir crise de la dette publique, et quelles seraient alors les conséquences et les réactions de politique économique.

Une telle crise de la dette publique s'est observée dans le passé, par exemple, en Suède et en Finlande au début des années 1990, cas que nous examinons.

Nous voyons :

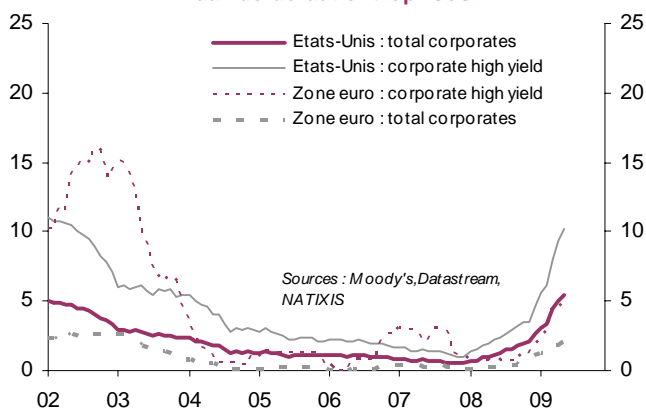
- *que la crise de la dette publique prend la forme d'une hausse brutale des taux d'intérêt réels à long terme ;*
- *que le coût de la consolidation budgétaire alors devenue inévitable est réduit, si elle est faite par la baisse des dépenses publiques et non par la hausse des impôts, et si la politique monétaire et de change est très expansionniste.*

Hausse probablement forte et durable des taux d'endettement publics

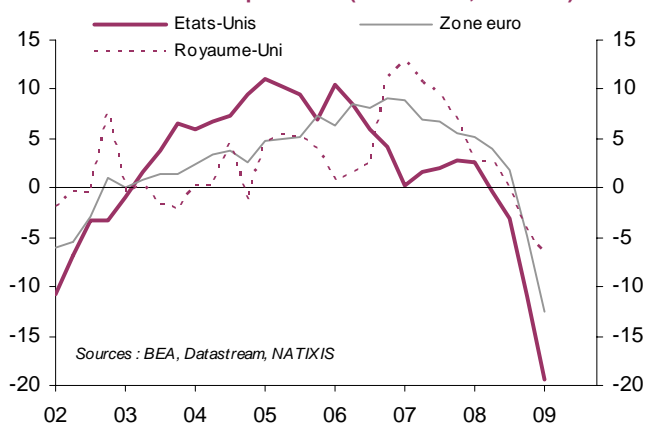
Nous attendons **une croissance durablement affaiblie, aux États-Unis et en Europe :**

- **en 2010**, par la poursuite du cycle et de l'ajustement des dépenses des entreprises (hausse des défauts, **graphique 1 a** ; baisse de l'investissement, **graphique 1 b** ; baisse de l'emploi et montée du chômage, **graphiques 2 a – b**) ;
- **en 2011 et même au-delà**, par la poursuite du désendettement des agents économiques privés et des banques (**graphique 3**).

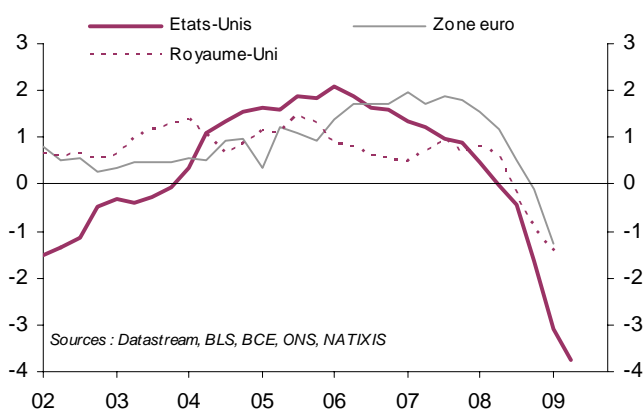
Graphique 1 a
Taux de défaut entreprises



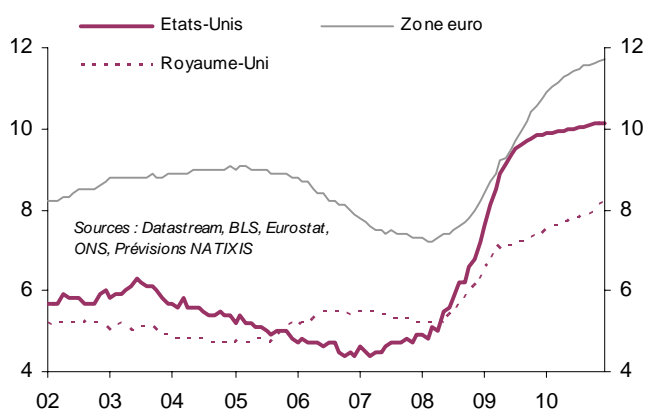
Graphique 1 b
Investissement productif (en volume, GA en %)



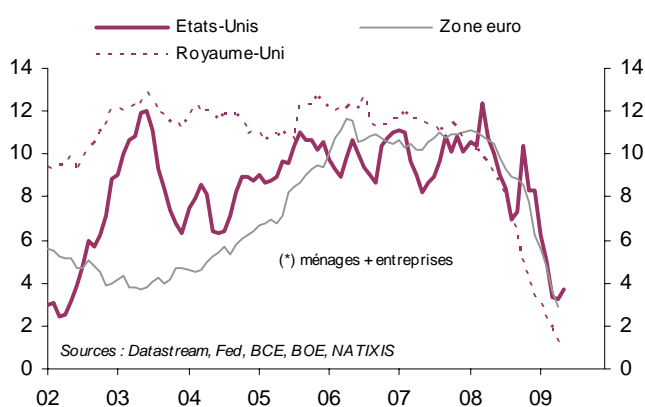
Graphique 2 a
Emploi total (GA en %)



Graphique 2 b
Taux de chômage (en %)

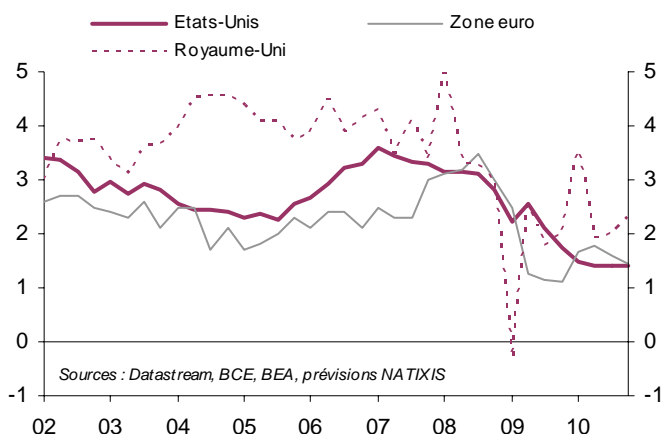


Graphique 3
Crédits bancaires au secteur privé* (GA en %)

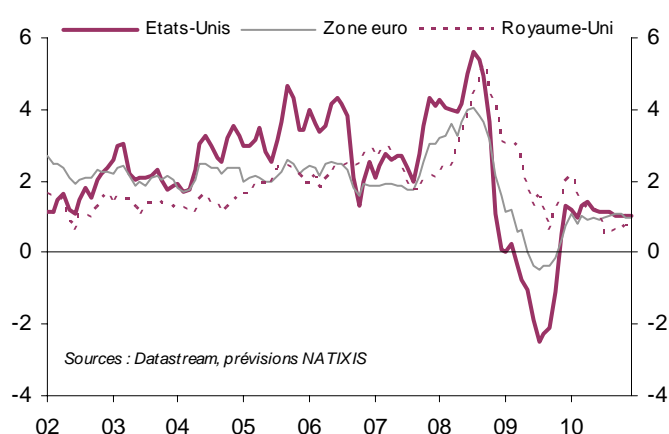


Dans cette situation de croissance faible et de chômage élevé, donc de faibles hausses des salaires et de faible inflation (graphiques 4 a – b), il sera très difficile de réduire à partir de 2011 les déficits publics et les taux d'endettement publics (graphiques 5 a – b).

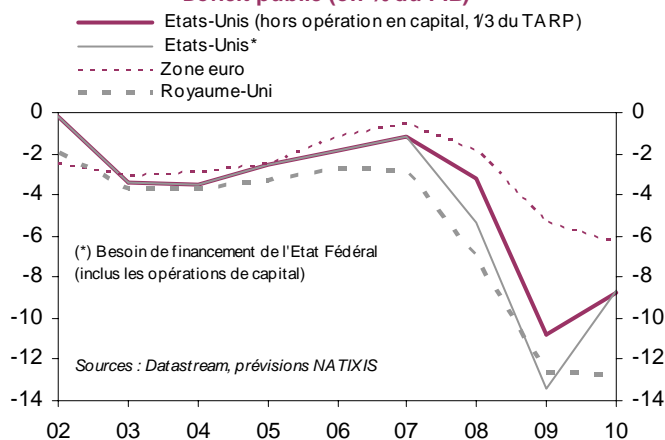
Graphique 4 a
Salaire nominal par tête (GA en %)



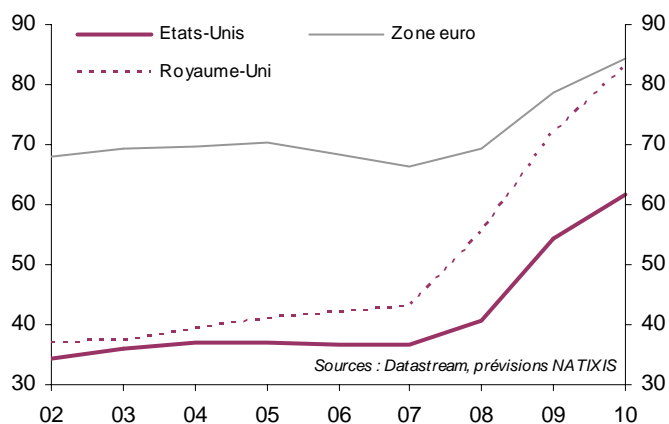
Graphique 4 b
Inflation (CPI, GA en %)



Graphique 5 a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 5 b
Dettes publiques (en % du PIB)



Vers une crise des dettes publiques ?

Le scénario le plus probable est donc celui d'une poursuite durable de la hausse des taux d'endettement publics vers des niveaux très élevés. Ceci pose la question du risque de crise de la dette publique aux États-Unis et dans les pays européens.

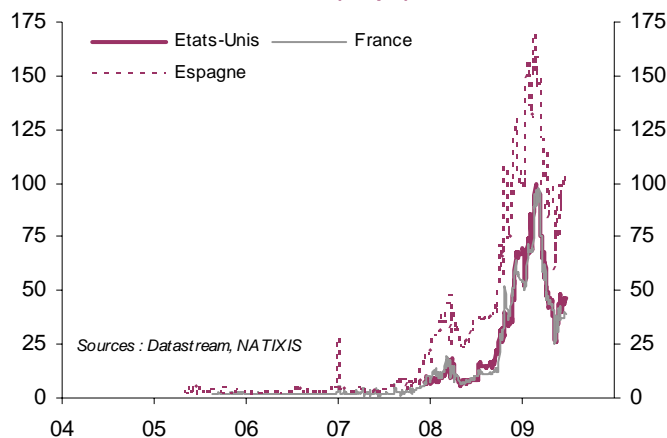
Une crise de la dette publique est une situation où :

- la demande de dette publique par les investisseurs chute ;
- l'Etat (et les autres administrations publiques) ne parvient plus à financer ses besoins (ses émissions obligataires ne trouvent pas preneur), ou alors à des taux d'intérêt très élevés ;
- le gouvernement est alors obligé de réduire rapidement le déficit public par un plan de consolidation budgétaire.

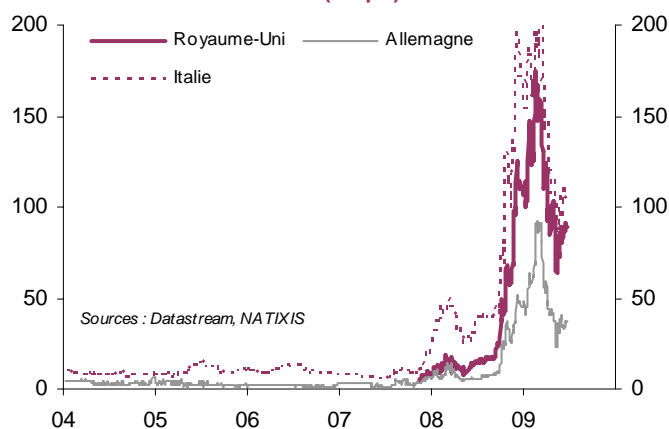
Voit-on les premiers signes d'un tel risque aux États-Unis et dans la zone euro ?

Les CDS et les spreads intra zone euro se sont beaucoup accrus depuis le début de la crise (**graphiques 6 a – b ; graphiques 7 a – b – c**), les pays les plus pénalisés étant la Grèce, l'Italie et l'Irlande.

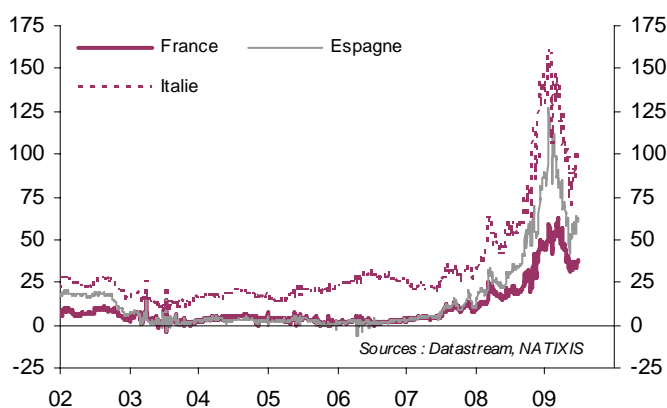
Graphique 6 a
CDS (en pb)



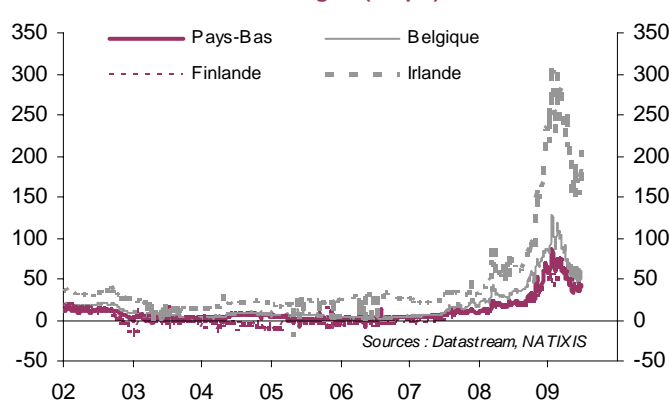
Graphique 6 b
CDS (en pb)



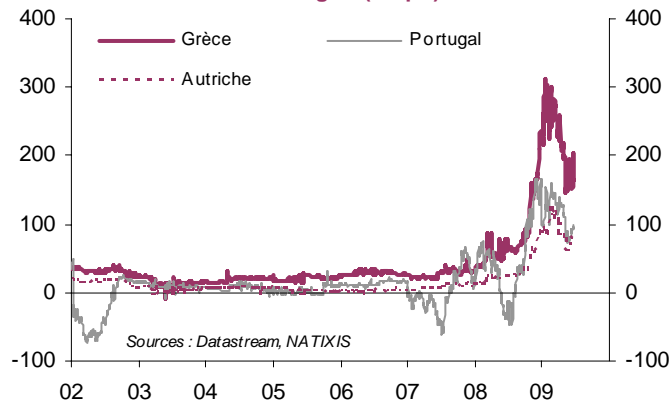
Graphique 7 a
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à
Allemagne (en pb)



Graphique 7 b
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à
Allemagne (en pb)



Graphique 7 c
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à
Allemagne (en pb)

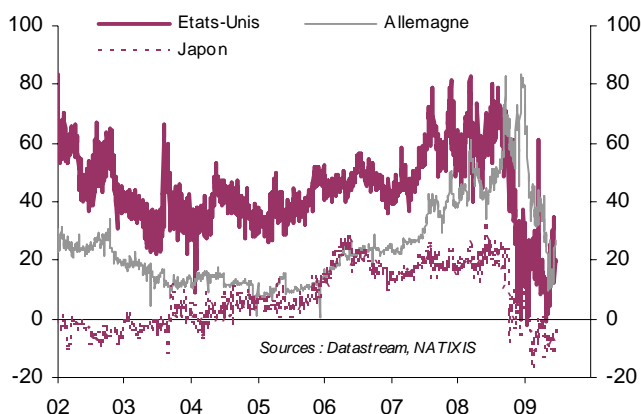


Le resserrement **des swap-spreads (graphique 8)** peut aussi être interprété comme le signe d'une dégradation de la qualité relative des dettes publiques. Comment se déclenche **une crise de la dette publique ?**

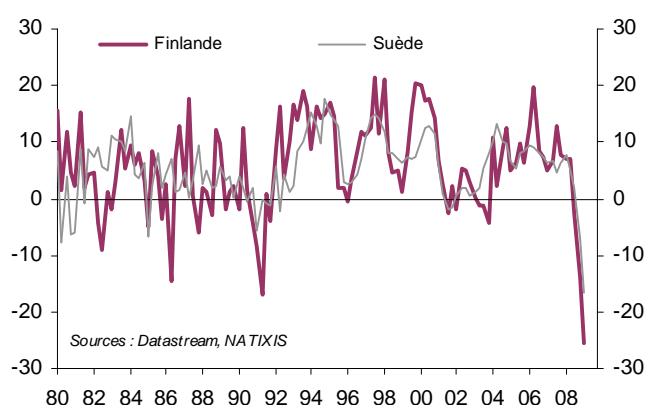
Les cas de la Suède et de la Finlande au début des années 1990

La crise mondiale et la chute de l'URSS provoquent une grave crise en Suède et en Finlande : chute des exportations et de l'activité (**graphiques 9 a – b**), crise immobilière et bancaire (**graphiques 10 a – b**), nécessitant la mise en place de déficits publics très importants (**graphique 11**).

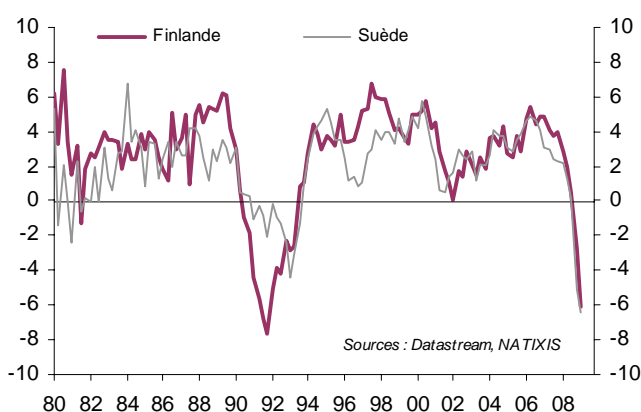
Graphique 8
Swap spread à 10 ans (en bp)



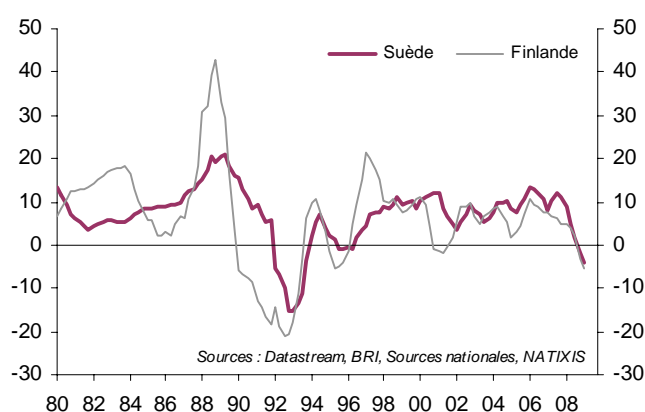
Graphique 9 a
Exportations (en volume, GA en %)



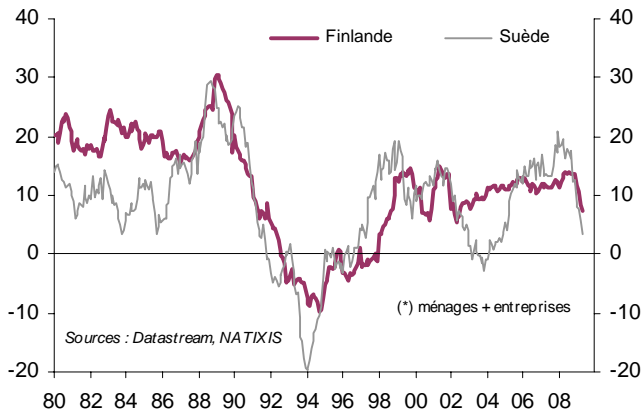
Graphique 9 b
Croissance du PIB (GA en %)



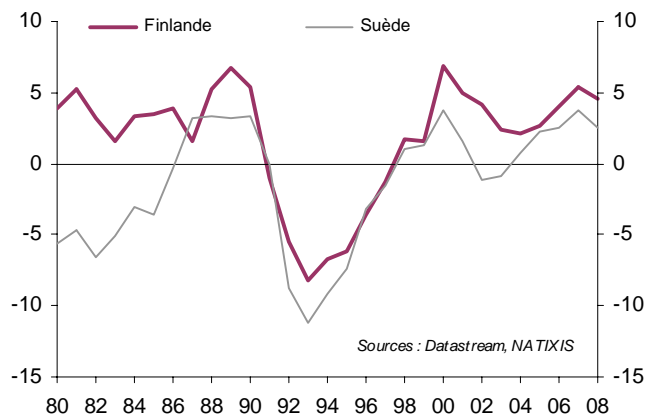
Graphique 10 a
Prix des maisons (GA en %)



Graphique 10 b
Crédits bancaires au secteur privé* (GA en %)

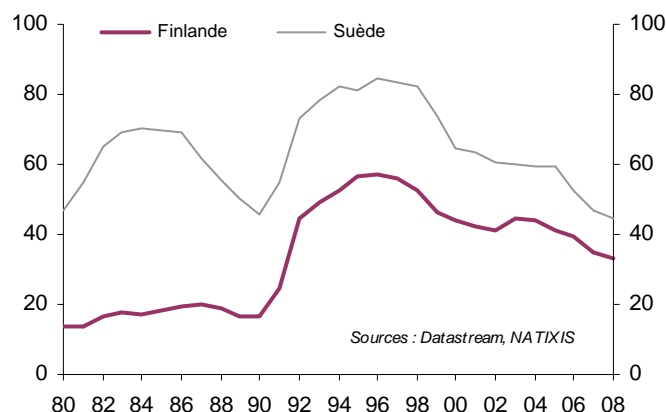


Graphique 11
Déficit public (en % du PIB)

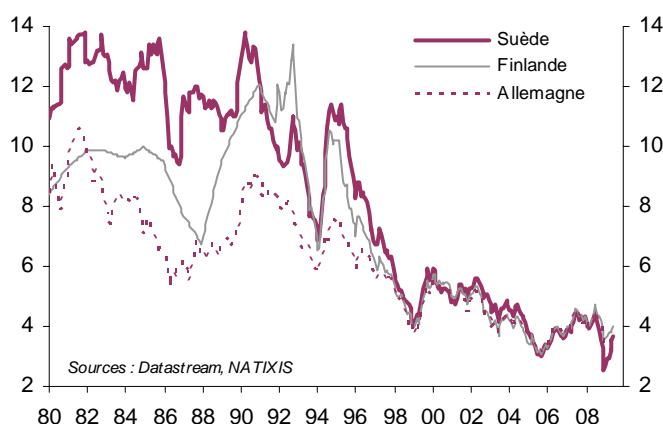


La dette publique augmente très rapidement à partir de 1990 (graphique 12), entraînant une forte hausse des taux d'intérêt à long terme, nominaux et réels (graphiques 13 a – b). A la fin de 1992, les taux longs réels atteignent le niveau insupportable de 9 – 10 % (3 % en Allemagne à la même époque), et le programme d'ajustement budgétaire est déclenché.

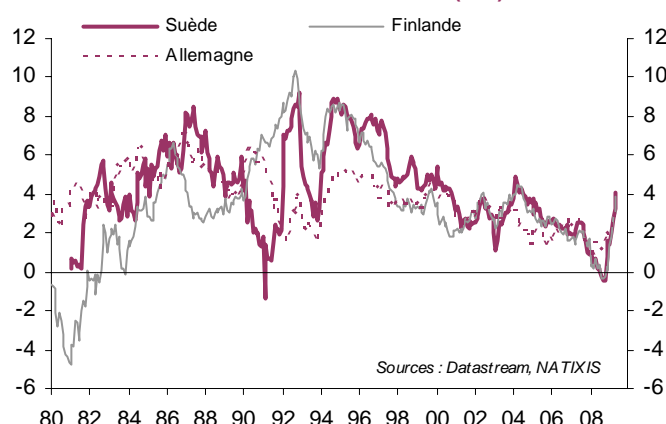
Graphique 12
Dette publique (en % du PIB)



Graphique 13 a
Taux d'intérêt à 10 ans



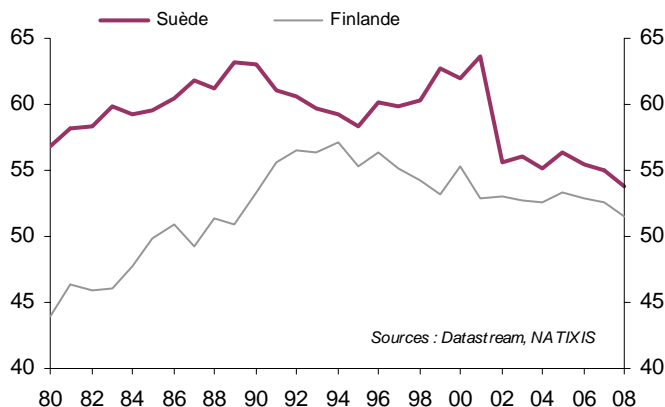
Graphique 13 b
Taux d'intérêt 10 ans réel (CPI)



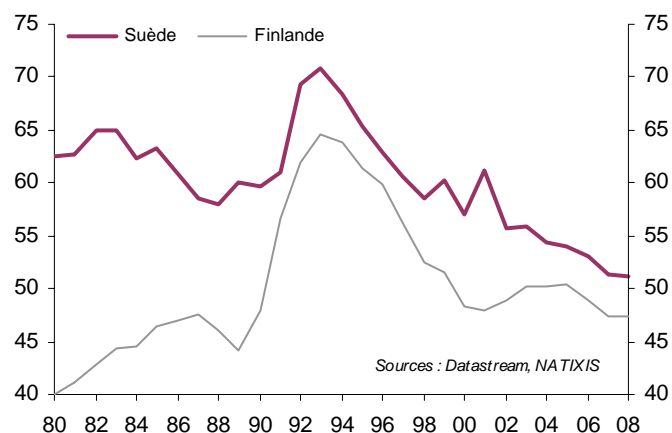
Dans les deux pays, les déficits publics disparaissent en 1998, avec :

- aucune augmentation, au contraire, de la pression fiscale (graphique 14 a) ;
- un violent recul des dépenses publiques (graphique 14 b), dont :
 - un net recul des investissements publics (graphique 15 b) ;
 - un fort recul, surtout en Suède, de l'emploi public (graphique 15 d) ;
 - une très forte diminution de la protection sociale (graphique 15 a) ;
 - une très forte diminution des dépenses publiques courantes (graphiques 15 c - 15 e).

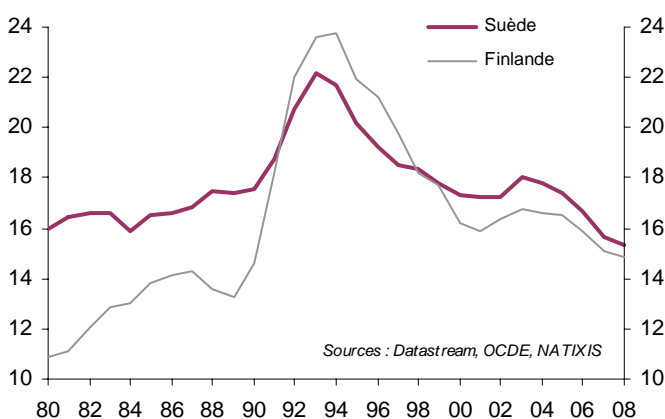
Graphique 14 a
Pression fiscale (en % du PIB)



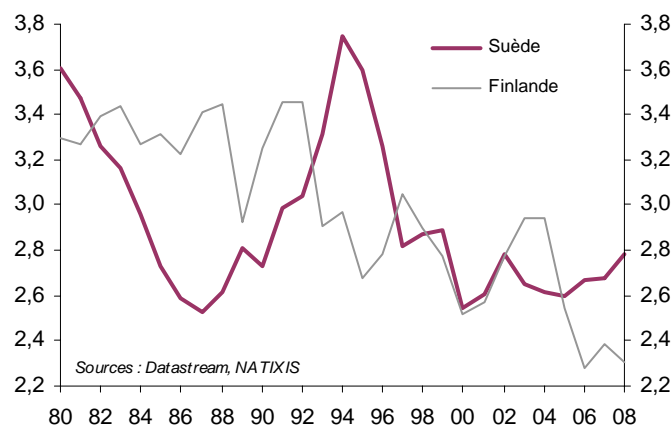
Graphique 14 b
Dépenses publiques (en % du PIB)



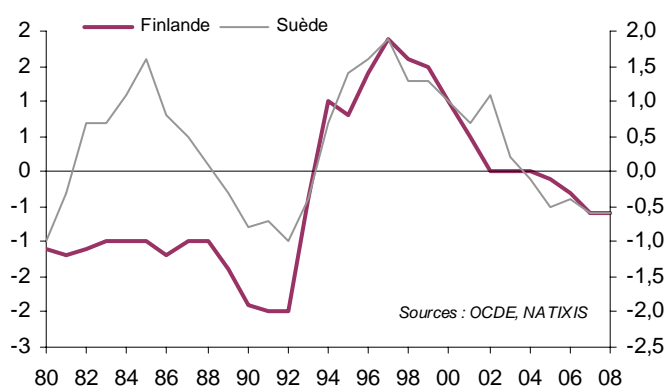
Graphique 15 a
Dépenses sociales (bénéfices, en % du PIB)



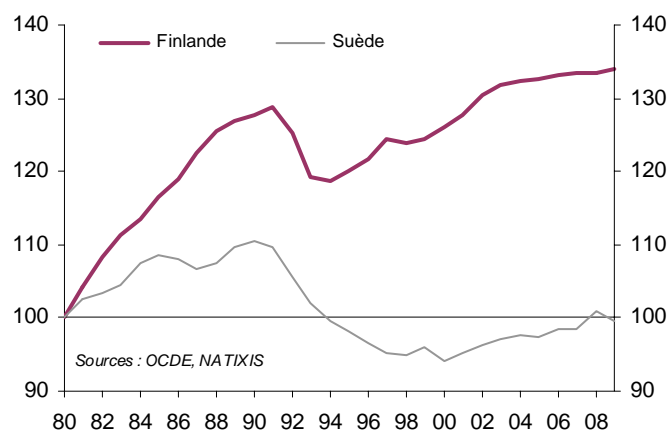
Graphique 15 b
Investissement public (en % du PIB)



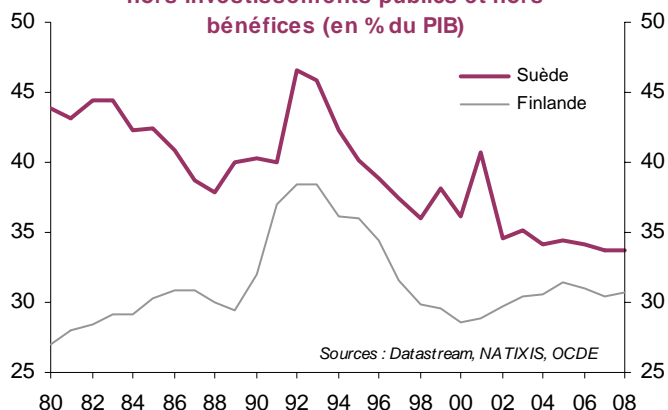
Graphique 15 c
Intérêts nets sur la dette publique
(en % du PIB)



Graphique 15 d
Emploi public (100 en 1980)



Graphique 15 e
Dépenses publiques hors intérêts sur la dette,
hors investissements publics et hors
bénéfices (en % du PIB)

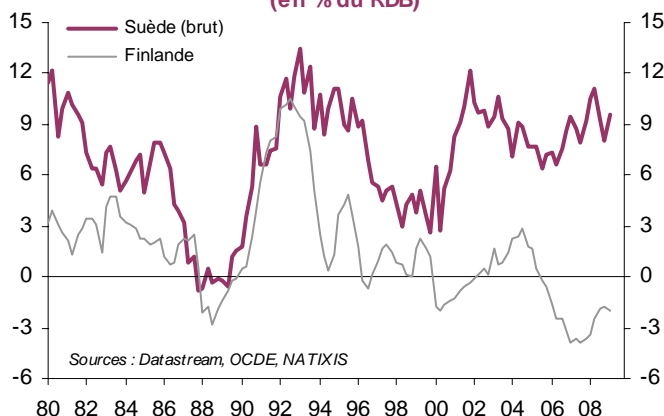


Soutien de l'activité

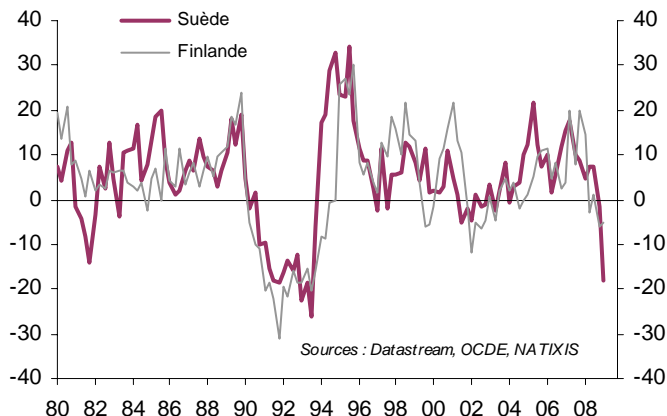
L'ajustement budgétaire très violent a aussi, des effets violents mais transitoires sur l'activité (graphique 9 plus haut), grâce :

- à la baisse de l'épargne des ménages (graphique 16 a) ;
- à la reprise rapide et forte des exportations (graphique 9 a plus haut) et des investissements (graphique 16 b).

Graphique 16 a
Taux d'épargne net des ménages
(en % du RDB)

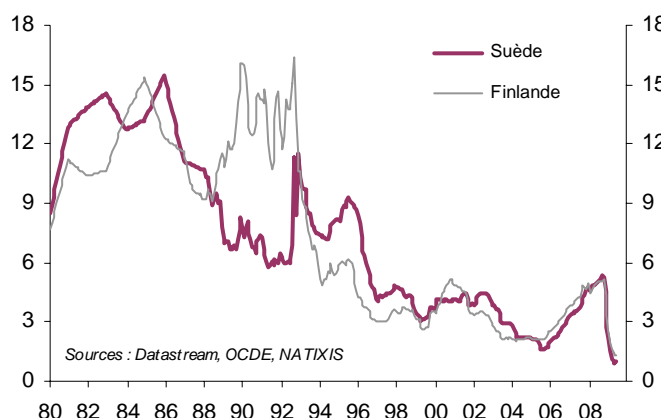


Graphique 16 b
Investissement productif (volume, GA en %)

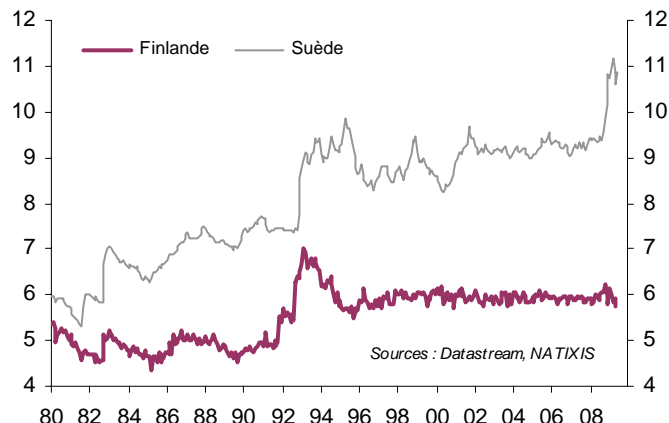


Il est difficile de savoir s'il y a ici des effets de neutralité ricardienne (baisse de l'épargne des ménages avec la correction des déficits publics sans hausse de la pression fiscale) ou si le soutien de la demande vient de la politique monétaire expansionniste mise en place : baisse des taux d'intérêt (plus rapidement en Finlande, **graphique 17 a**), dépréciation du change (**graphique 17 b**). Le redressement des exportations montre que **certainement la dépréciation du change a joué un rôle.**

Graphique 17 a
Taux d'intérêt à 3 mois



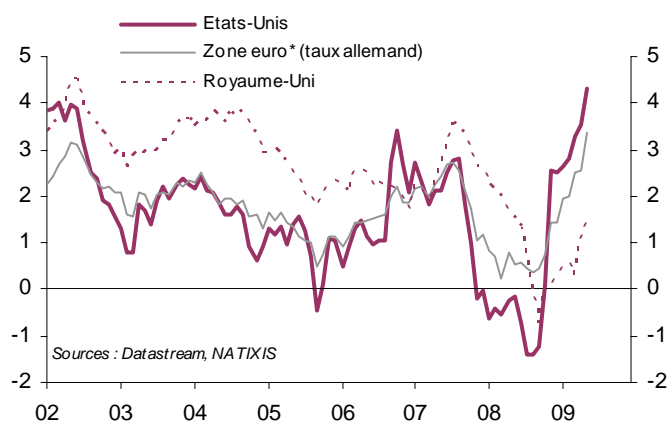
Graphique 17 b
Taux de change contre euro



Synthèse : les taux d'intérêt réels à long terme, la variable critique

Tant que la hausse des taux d'endettement publics ne fait pas monter les taux d'intérêt réels à long terme (graphique 18), elle n'impose pas de correction aux gouvernements.

Graphique 18
Taux d'intérêt à 10 ans réel déflaté par le CPI



Mais, s'il y a crise de la dette publique, comme en 1992 en Suède et en Finlande, alors les taux réels à long terme deviennent très élevés et la correction budgétaire devient inévitable et doit être rapide.

L'exemple suédois et finlandais de 1992 montre **qu'il est alors favorable, pour soutenir en parallèle la demande privée :**

- de réduire les dépenses publiques et non d'accroître les impôts ;
- de passer à une politique monétaire (ce qui est déjà fait) et de change expansionniste pour soutenir les exportations et l'investissement.