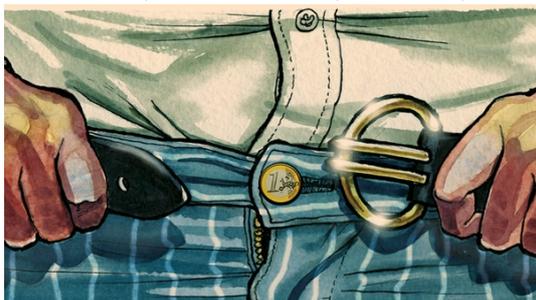


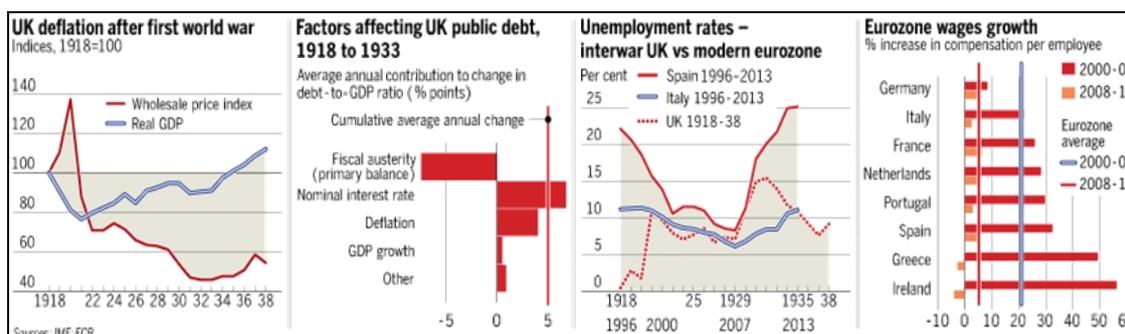
Lessons from history on public debt

Martin Wolf, *Financial Times*, October 9, 2012 (traduction française ci-dessous)



What happens if a large, high-income economy, burdened with high levels of debt and an overvalued, fixed exchange rate, attempts to lower the debt and regain competitiveness? This question is of current relevance, since this is the challenge confronting Italy and Spain. Yet, as a chapter in the International Monetary Fund's latest [World Economic Outlook](#) demonstrates, a relevant historical experience exists: that of the UK between the two world wars. This proves that the interaction between attempts at "internal devaluations" and the dynamics of debt are potentially lethal. Moreover, the plight of Italy and Spain is, in many ways, worse than the UK's was. The latter, after all, could go off the gold standard; exit from the eurozone is far harder. Again, the UK had a central bank able and willing to reduce interest rates. The European Central Bank may not be able and willing to do the same for Italy and Spain.

The UK emerged from the first world war with public debt of 140 per cent of gross domestic product and prices more than double the prewar level. The government resolved both to return to the gold standard at the prewar parity, which it did in 1925, and to pay off the public debt, to preserve creditworthiness. Here was a country fit for for the Tea Party.



To achieve its objectives, the UK implemented tight fiscal and monetary policies. The primary fiscal surplus (before interest payments) was kept near 7 per cent of GDP throughout the 1920s. This was, in turn, accomplished by the "Geddes Axe", after a commission chaired by Sir Eric Geddes. This recommended slashing government spending in precisely the way today's believers in "expansionary austerity" recommend. Meanwhile, the Bank of England raised interest rates to 7 per cent in 1920. The aim of this was to support the return to the prewar parity. Coupled with the consequent deflation, the result was extraordinarily high real interest rates. This, then, was how the self-righteous fools in the British establishment greeted the hapless survivors of the hellish war.

So how did this commitment to fiscal famine and monetary necrophilia work? Badly. In 1938, real output was hardly above the level of 1918, with growth averaging 0.5 per cent a year. This was not just because of the Depression. Real output in 1928 was also lower than in 1918. Exports were persistently weak and unemployment persistently elevated. High unemployment was the mechanism for driving nominal and real wages down. But wages are never just another price. The aim was to break organised labour. These policies resulted in the general strike of 1926. They spread a bitterness that lasted decades after the second world war.

Quite apart from their huge economic and social costs, these policies failed in their own terms. The country went off gold, for good, in 1931. Worse, public debt did not fall. By 1930, debt had reached 170 per cent of GDP. By 1933, it had reached 190 per cent of GDP. (These numbers put the panic over today's far lower ratios in perspective.) In fact, the UK did not return to its pre-first world war debt ratios until 1990. Why was

the UK unsuccessful in lowering the ratio of debt to GDP? Briefly, growth was too low and interest rates too high. As a result, even a huge primary fiscal surplus could not constrain the debt ratio.

The story is relevant to the eurozone today. To regain competitiveness quickly, rather than eke out adjustment over a decade or more, wages need to fall. To achieve that unemployment must be very high. In the case of Spain, it is. But, even with unemployment at 25 per cent of the labour force, nominal wages have risen little less than in Germany since the crisis (see chart). Meanwhile, Spain's real GDP is shrinking. Efforts to tighten fiscal policy are sure to reduce it further. So are the high interest rates, as foreign and domestic capital flees.

All this risks putting Spain into a debt trap, in its case one that threatens both private and public sectors. Italy, a country with a smaller fiscal deficit but higher public debt, risks falling into a similar trap if interest rates remain high and GDP weak. This is why the European Central Bank's plan to lower interest rates on public debt in these countries is a necessary condition for escaping the disaster of simultaneous fiscal defaults and banking collapses. But it is not a sufficient condition for an escape. Prospects for growth must improve.

The IMF looks at a number of other interesting cases. The post-second world war reduction of US public debt is one. Another is the experience of Japan over the past two decades, which has parallels with the UK in the 1920s and 1930s, particularly as regards deflation. Other cases are Belgium in the 1980s, and Canada and Italy in the 1990s.

The most important conclusion is that fiscal consolidation is impossible without a supportive monetary environment, with ultra-low real interest rates and a buoyant economy. Japan failed on this in the 1990s and 2000s, as did the UK in the 1920s and 1930s. The ineffectiveness of monetary policy in countries with leveraged private sectors, such as the UK and US today, creates similar constraints, as the UK government is learning. Inflation has also accelerated the lowering of public debt burdens in the past. It would be surprising if it did not do so again.

My criticism of the chapter is that it does not put efforts to lower fiscal debt into the context of what is happening to private indebtedness. It is far harder to control fiscal deficits if the private sector wants to lower its own excessive indebtedness too: less spending by one side means less income for the other. In the absence of strong external demand, the result is then likely to be deleveraging via default and depression. That is the worst imaginable outcome.

Nevertheless, this is an extremely useful study, not least for bringing out the lessons of the UK's interwar experience for the eurozone today. There is a high risk that the combination of tight fiscal policies with stringent monetary conditions will push Italy and Spain into debt traps via the interaction of high interest rates with low growth. At least the UK retained control over monetary conditions: in the end, it went off gold and lowered interest rates. Members of the eurozone do not have those painless options. But fiscal austerity and efforts to lower wages in countries suffering from monetary strangulation could break societies, governments and even states. Without greater solidarity, the story is unlikely to end well.

Ce que nous enseigne l'histoire de la dette publique

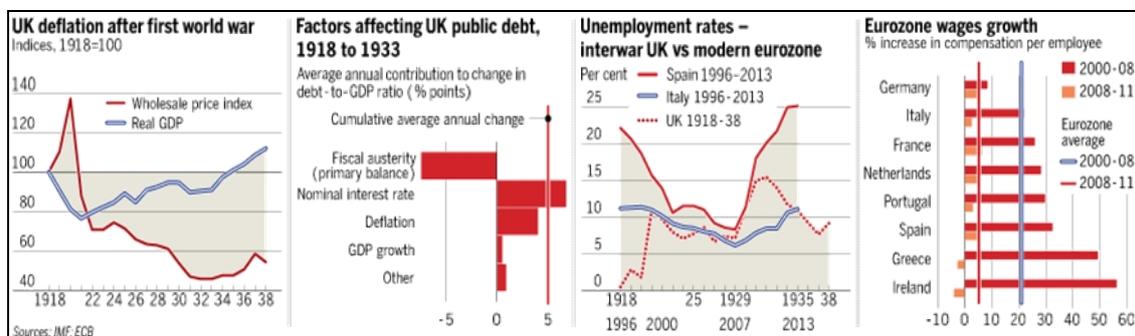
Le Monde Economie, 15 Octobre 2012

Que se passe-t-il quand une économie à haut revenu, grevée de lourdes dettes et d'un taux de change fixe et surévalué, tente de réduire son endettement et de restaurer sa compétitivité ? C'est le défi auquel sont confrontées l'Italie et l'Espagne.

Comme le montre un chapitre des dernières *Perspectives de l'économie mondiale* du Fonds monétaire international (FMI), il existe un précédent historique pertinent : celui du Royaume-Uni entre les deux guerres mondiales.

Il prouve que les interactions entre tentatives de "dévaluations internes" et dynamique de la dette sont potentiellement mortelles. Or, les situations de l'Italie et de l'Espagne sont, sous bien des aspects, pires que ne l'était celle du Royaume-Uni. Celui-ci, après tout, pouvait sortir de l'étalon-or ; quitter aujourd'hui la zone euro est beaucoup plus difficile. Et le Royaume-Uni disposait d'une banque centrale capable et désireuse de réduire les taux d'intérêt. La Banque centrale européenne (BCE) pourrait ne pas vouloir ou pouvoir faire la même chose.

Au sortir de la première guerre mondiale, le Royaume-Uni enregistrait une dette publique atteignant 140 % du produit intérieur brut (PIB) et des prix qui avaient plus que doublé par rapport à leur niveau d'avant-guerre. Le gouvernement décida, d'une part, de revenir à l'étalon-or au ratio d'avant-guerre, ce qui fut fait en 1925, et, d'autre part, de rembourser sa dette afin de préserver sa solvabilité. Voilà un pays qui aurait plu au Tea Party.



POLITIQUES BUDGÉTAIRES ET MONÉTAIRES TRÈS STRICTES

Pour atteindre ses objectifs, le Royaume-Uni mit en oeuvre des politiques budgétaires et monétaires très strictes. L'excédent budgétaire primaire (avant paiement des intérêts) fut maintenu à environ 7 % du PIB pendant toute la décennie 1920, grâce à la "Geddes Axe" ("la hache de Geddes"), d'après le nom de la commission présidée par Sir Eric Geddes.

Celle-ci recommanda, exactement comme le font les avocats de l'austérité actuels, une réduction sévère des dépenses publiques. Dans le même temps, la Banque d'Angleterre relevait les taux d'intérêt à 7 % en 1920, afin de soutenir le retour à la parité d'avant-guerre.

Associée à l'inflation qui en découla, il en résulta des taux d'intérêt réels extraordinairement élevés. Voilà ce que les pharisaïques imbéciles de l'establishment britannique d'alors réservèrent aux malheureux survivants d'une guerre atroce.

Cet entêtement dans la famine budgétaire et la nécrophilie monétaire eut-il des résultats positifs ? Même pas. En 1938, la production réelle était à peine supérieure à son niveau de 1918, avec une croissance annuelle moyenne de 0,5 %. Cela n'était pas uniquement dû à la Dépression.

La production réelle en 1928 était, elle aussi, inférieure à celle de 1918. Les exportations restaient atones et le chômage se maintenait à un niveau élevé. Ce chômage élevé était le mécanisme employé pour faire baisser les salaires nominaux et réels. Or, les salaires ne sont pas de simples prix.

BRISER LE MOUVEMENT SYNDICAL

L'objectif était de briser le mouvement syndical. Ces politiques aboutirent à la grève générale de 1926. Elles suscitérent une amertume qui perdura pendant plusieurs décennies après la seconde guerre mondiale.

Outre leurs énormes coûts économiques et sociaux, ces politiques échouèrent par rapport aux objectifs qu'elles s'étaient fixés. Le pays abandonna définitivement l'étalon-or en 1931. Pis, la dette publique ne diminua pas. En 1930, elle atteignait déjà 170 % du PIB.

En 1933, elle équivalait à 190 % du PIB - des chiffres qui remettent en perspective la panique devant les bien moindres ratios actuels. En fait, il fallut attendre 1990 pour que le Royaume-Uni retrouve son niveau d'endettement d'avant la première guerre mondiale.

Cet épisode rappelle celui que traverse la zone euro aujourd'hui. Pour retrouver rapidement de la compétitivité, plutôt que de procéder à un ajustement laborieux s'étirant sur une décennie ou plus, les salaires doivent baisser. Pour y parvenir, le chômage doit être très élevé. C'est le cas en Espagne. Mais même avec un chômage à 25 % de la population active, les salaires nominaux ont, depuis la crise, à peine moins augmenté qu'en Allemagne.

Dans le même temps, le PIB réel de l'Espagne se contracte. Les efforts pour resserrer la politique budgétaire auront pour effet de le réduire encore. Les taux d'intérêt élevés y contribuent aussi, car les capitaux nationaux et étrangers quittent le pays. Tout cela risque de précipiter l'Espagne dans le piège de la dette, qui menace autant le secteur public que privé.

LE PLAN DE LA BCE

L'Italie, qui enregistre un déficit budgétaire moindre mais présente une dette publique plus élevée, risque de tomber dans un piège identique si les taux d'intérêt restent élevés et le PIB faible. C'est pourquoi le plan de la BCE d'abaisser les taux d'intérêt sur la dette publique de ces pays est nécessaire pour échapper au désastre que représenterait la survenue simultanée d'un défaut budgétaire et d'un effondrement bancaire. Mais cette condition n'est pas suffisante pour se mettre hors de danger. Les perspectives de croissance doivent s'améliorer.

Le FMI étudie un certain nombre d'autres cas intéressants, comme la réduction de l'endettement public américain après la seconde guerre mondiale, l'expérience japonaise depuis deux décennies - qui revêt certains parallèles avec ce qui s'est passé au Royaume-Uni dans les années 1920 et 1930, notamment sur le plan de la déflation -, la Belgique des années 1980, le Canada et l'Italie des années 1990.

La principale conclusion est que la consolidation budgétaire est impossible sans un environnement monétaire qui l'appuie, avec des taux d'intérêt extrêmement faibles et une économie dynamique. Le Japon n'y est pas parvenu dans les années 1990 et 2000, pas plus que le Royaume-Uni dans les années 1920 et 1930.

L'inefficacité de la politique monétaire dans les pays aux secteurs privés endettés, tels le Royaume-Uni et les Etats-Unis aujourd'hui, entraîne des contraintes similaires. L'inflation a également accéléré dans le passé la réduction de l'endettement public. Il serait surprenant qu'elle ne produise pas à nouveau le même effet.

Le seul élément manquant à ces analyses est de ne pas replacer les efforts de réduction de la dette budgétaire dans le contexte de l'endettement privé. Il est beaucoup plus difficile de contrôler les déficits budgétaires quand le secteur privé entend lui aussi réduire son excès d'endettement : moins de dépenses de la part de l'un signifie moins de recettes pour l'autre.

En l'absence d'une demande extérieure forte, on devra sans doute en passer par un désendettement au travers des défauts et de la dépression. C'est la pire issue imaginable.

L'austérité budgétaire et les efforts pour diminuer les salaires dans les pays subissant un étranglement monétaire pourraient briser les sociétés, les gouvernements, voire les Etats.

Sans une plus grande solidarité, l'histoire pourrait mal se terminer.