

# Une dette plus difficile à amortir actuellement qu'après la guerre

De prime abord, la situation de nombreux pays très endettés d'Europe méridionale n'est pas sans rappeler celle du Royaume-Uni après la Seconde Guerre mondiale. Il y a, toutefois, peu de chances qu'elle se résorbe sans douleur. *Tobias Straumann*

**Abrégé** Dans de nombreux pays, la dette enregistre des niveaux historiquement élevés. C'est le cas de la Grèce et du Portugal, mais aussi de l'Irlande et des États-Unis. La situation de plusieurs d'entre eux se présente d'ailleurs de manière similaire à celle qui prévalait à la fin de la Seconde Guerre mondiale. Elle s'en distingue toutefois par le fait que le Royaume-Uni et d'autres pays très endettés avaient pu réduire sensiblement leur endettement entre la fin du conflit et le début des années septante. Aujourd'hui, c'est beaucoup plus compliqué. L'environnement a, en effet, radicalement changé: la croissance est faible, comparée au «boom» économique de l'après-guerre et les dépenses sociales sont plus importantes. Certes, les pays du centre et du nord de l'Europe devraient, pour la plupart, maîtriser leur endettement en usant des mécanismes classiques. Par contre, les pays lourdement endettés d'Europe méridionale ne devraient disposer que de deux instruments, aussi désagréables l'un que l'autre: la répression financière et l'abandon de la dette.

La situation semblait désespérée: en 1945, à la fin de la Seconde Guerre mondiale, la dette du Royaume-Uni culminait à 21 milliards de livres, soit environ 250 % du produit intérieur brut (PIB) de l'époque. Le pays payait très cher sa victoire sur l'Allemagne nazie. Pourtant, comme par miracle, il a réussi durant les décennies suivantes à réduire sa dette à un niveau supportable. À la fin des années septante, celle-ci ne représentait plus que la moitié du PIB (voir *illustration*)<sup>1</sup>.

Des histoires comme celle-là font espérer tous les gouvernements confrontés à une montagne de dettes: manifestement, un pays peut se libérer de ce piège, tout en rendant une partie de sa marge de manœuvre à la politique budgétaire. En y regardant de plus près, on s'aperçoit toutefois que l'époque avait bénéficié d'un environnement qui a en grande partie disparu<sup>2</sup>.

Peu après 1945, le monde entraînait dans une période de forte croissance économique. Pendant les Trente Glorieuses, le PIB réel du Royaume-Uni augmentait en moyenne de 2,5 % environ par an. Un tel «boom» économique n'est plus guère envisageable. Nous pouvons même nous estimer heureux si la croissance réelle se maintient à 1,5 %, en moyenne annuelle. À en croire certains, ce taux pourrait même diminuer à long terme.

Deuxième différence: le gouvernement britannique d'alors a pu d'emblée réduire sensiblement les dépenses militaires, mais il n'a pas eu à abaisser immédiatement les impôts élevés hérités de la guerre. Les comptes de l'État en ont profité, au bout de quelques années, en dégageant un

<sup>1</sup> FMI (2010).

<sup>2</sup> Abbas et al. (2014).

Endettement du Royaume-Uni, en % du PIB







Le président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, mise sur une politique monétaire expansionniste. Le Conseil de la banque le suit.

excédent. Il est impossible de répéter ce scénario, car les dépenses en faveur de l'armée sont déjà faibles. L'Occident a déjà récolté dans les années nonante les dividendes de la paix produits par la fin de la guerre froide.

Troisième différence : l'État social était beaucoup moins développé qu'aujourd'hui. Certes, il s'est mis en place et a pris de l'ampleur durant les années de « boom » économique. Or, jusqu'au milieu des années septante, le chômage était faible, et le rapport entre la population active et le nombre de retraités a toujours été favorable, de sorte que les dépenses publiques n'ont connu aucune augmentation majeure. La situation est très différente aujourd'hui : une grande partie du budget sert à financer l'État social et, compte tenu de l'évolution démographique, il n'est guère

probable que ces dépenses diminuent dans un proche avenir.

La répression financière<sup>3</sup> est la seule similitude entre hier et aujourd'hui. Durant l'après-guerre, la Grande-Bretagne a fait en sorte que les taux d'intérêt réels demeurent à un bas niveau pour que le remboursement annuel de la dette reste supportable. Elle a, dès lors, maintenu les taux d'intérêt nominaux à un bas niveau, toléré l'inflation et influencé la politique de crédit des banques commerciales. Aujourd'hui, la période de taux bas se prolonge, mais les instruments ont un peu changé. Les interventions massives dans le système bancaire et les contrôles des flux de capitaux ont été remplacés par une politique monétaire très généreuse qui pèse sur les taux d'intérêt réels.

<sup>3</sup> Reinhart (2012).



## La situation est favorable dans la plupart des pays européens

Même si les conditions ne sont plus aussi bonnes qu'après la guerre, la situation n'est pas désespérée. D'abord, il serait faux de croire que tous les pays sont fortement endettés. L'Allemagne, le Royaume-Uni ainsi que la plupart des petits et moyens pays d'Europe, dont la Suisse, sont dans une situation favorable. Quelques-uns, telle la Suède, sont même parvenus à assurer l'avenir à long terme de leurs assurances sociales en adoptant un modèle de financement intelligent. Il n'existe aucune raison de penser que d'autres États démocratiques ne seraient pas capables de s'assainir.

Même les États-Unis, critiqués à juste titre pour leur endettement abyssal, sont parfaitement en mesure d'assainir leurs finances publiques. Les premières mesures ont été prises après la crise financière, du côté des impôts comme des dépenses, ce qui a permis à la quote-part d'endettement de se stabiliser à quelque 100 % du PIB. En outre, tant les républicains que les démocrates

veulent alléger la charge fiscale qui pèse sur les entreprises pour ne plus voir les grandes entreprises étasuniennes délocaliser leurs bénéfices à l'étranger.

## L'Europe du Sud doit songer à un abandon de la dette

Pour quelques pays, le salut pourrait venir d'un abandon de la dette. Comme les répercussions à court terme seraient extrêmement funestes, les politiciens font tout pour ne pas en arriver là. Toutefois, un gouvernement qui a le dos au mur n'a pas d'autre choix. C'est surtout le cas dans quelques pays d'Europe méridionale. Pour eux, l'abandon de la dette n'est plus qu'une question de temps. Si la Grèce et le Portugal sont les plus concernés, l'Italie et l'Espagne ne sont pas encore tirées d'affaire.

Pour l'heure, ce dénouement semble encore très lointain, la Banque centrale européenne (BCE) maintenant sa politique de bas taux et achetant des emprunts d'État. Or, comme le rappelle la crise de la dette latino-américaine des an-

Petit moment de bonheur à Naples. L'avenir de la jeunesse italienne apparaît, par contre, plus sombre si l'on considère la dette de l'État.



nées quatre-vingts, la situation peut rapidement basculer. À l'époque également, les politiciens occidentaux avaient tenté de désamorcer la crise en encourageant les banques à octroyer plus de crédits et en imposant des programmes de restructuration aux pays débiteurs. Ce fut un échec. Il apparut une fois de plus que les pays insolubles ne peuvent être éternellement sauvés de la faillite à coup de liquidités. En 1989, sept ans après l'éclatement de la crise, les créanciers acceptèrent enfin de renoncer à une partie des crédits octroyés. L'Europe méridionale se trouve aujourd'hui dans une situation comparable.

Un abandon de la dette s'accompagne souvent d'une dévaluation monétaire<sup>4</sup>, qui serait également la bienvenue en Europe méridionale. Ce scénario se situe tout à fait dans le domaine du possible. En effet, le soutien politique à l'union monétaire s'étiole. L'Italie est particulièrement menacée. Dans ce pays, l'économie stagne depuis quinze ans, la production industrielle s'est contractée d'un quart depuis la crise financière, les banques détiennent plusieurs centaines de milliards de créances douteuses et le revenu par

habitant est retombé au niveau du début des années nonante. Le Mouvement 5 étoiles, deuxième force politique du Parlement italien depuis 2013, demande de sortir de l'euro.

Le scénario le plus probable est pour moi le suivant : dans les pays où la dette représente une charge supportable, la répression financière et des réformes suffiront à le maîtriser. Il faudra, par contre, tôt ou tard procéder à son allègement dans les pays où elle dépasse nettement la valeur du PIB et où les perspectives de croissance sont faibles ; une dévaluation monétaire pourra, le cas échéant, être envisagée.

<sup>4</sup> Reinhart et Rogoff (2009, 2010).



**Tobias Straumann**

Professeur d'histoire économique, universités de Bâle et de Zurich

## Bibliographie

Abbas S. M. Ali, Blattner Laura, De Broeck Mark, El-Ganainy Asmaa et Hu Malin, *Sovereign Debt Composition in Advanced Economies ; A Historical Perspective*, IMF Working Papers 14/162, 2014, Fonds monétaire international.

Fonds monétaire international, *Government Debt Database*, IMF Fiscal Affairs Department, Washington, 2010.

Reinhart Carmen M., « Le retour de la répression financière », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 16, pp. 39–51, avril 2012.

Reinhart C. et Rogoff K., *This Time is Different : Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, New Jersey, 2009.

Reinhart C. et Rogoff K., *This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises*, NBER Working Paper n° 15815, 2009 et 2010.