



REGARDS SUR LA DETTE

Quand la dette devient-elle dangereuse ?

Il ne faut s'attendre ni à des réponses faciles ni à des règles simples. Les projections de croissance, de déficits et de taux d'intérêt ne sont qu'un début

Olivier Blanchard

À quel moment le niveau de la dette devient-il dangereux ? Pour répondre à cette question, nous devons définir le terme « dangereux ». Selon moi, la dette devient dangereuse quand il existe un risque non négligeable qu'avec les politiques existantes et les politiques futures probables, le ratio dette/PIB augmente régulièrement et finisse par entraîner un défaut de paiement.

La méthode à suivre ensuite est simple.

La dynamique du ratio de la dette dépend de l'évolution de trois variables : les soldes budgétaires primaires (les dépenses nettes des paiements d'intérêts moins les recettes) ; le taux d'intérêt réel (le taux nominal moins le taux d'inflation) ; et le taux réel de croissance de l'économie.

Une méthode à deux étapes

Il faut d'abord établir des prévisions relatives à ces trois variables en fonction des politiques existantes et déterminer ce qu'impliquent ces prévisions pour la dynamique du ratio dette/PIB. De telles prévisions, portant, disons, sur la prochaine décennie, devraient être disponibles. Mais elles ne suffisent pas ; nous devons évaluer leur degré d'incertitude, ce qui signifie que nous devons envisager toute une série de résultats possibles pour chaque variable.

Voilà qui est nettement plus complexe et suppose de répondre à des questions épineuses. Par exemple, une récession est-elle à craindre et, le cas échéant, de quelle ampleur ? Quel est le risque que les taux d'intérêt réels augmentent ? En cas de hausse, dans quelle mesure l'échéance de la dette influetelle sur les paiements d'intérêts ?

Si la dette est partiellement libellée en devises, ce qui est fréquent dans les pays émergents, quelle est la distribution probable du taux de change ? Quelle est la probabilité que certains passifs implicites se transforment en passifs effectifs et que, par exemple, le régime de sécurité sociale soit largement déficitaire, ce qui obligerait l'État à le financer par des transferts ? Comment se distribue le taux de croissance potentielle sous-jacent ?

À l'issue de cette première étape, nous obtenons une distribution du ratio d'endettement dans, disons, une décennie. Si la probabilité que le ratio augmente régulièrement en fin d'horizon est assez faible, nous pouvons en conclure que la dette est sans risque. Sinon, il nous faut passer à la deuxième étape et répondre aux questions suivantes : l'État

va-t-il prendre des mesures ? Et s'il annonce de nouvelles mesures ou prend de nouveaux engagements, quelle est la probabilité qu'il les mette en œuvre ou les remplisse ?

Cette seconde étape est encore plus délicate que la première. Les réponses dépendent du type de gouvernement : une coalition peut être moins susceptible de prendre des mesures drastiques qu'une administration disposant d'une majorité législative plus confortable. L'issue dépend non seulement du gouvernement en place, mais aussi de ses successeurs, et donc du résultat d'élections futures. Elle dépend en outre de la réputation du pays, d'un éventuel défaut de paiement passé, ainsi que de la date et du motif de ce défaut.

Si tout cela semble compliqué, c'est parce que ça l'est. Et si cela paraît dépendre d'hypothèses multiples et contestables, c'est parce que c'est le cas. La méthode utilisée n'est pas en cause, c'est le monde qui est complexe. Nous ne pouvons cependant pas faire l'économie de cet exercice. C'est d'ailleurs ce que font les agences de notation du crédit, qu'elles utilisent ou non les mêmes termes pour décrire le processus et que le critère relatif à une note imparfaite dépende ou non de la même définition que la mienne. Quand la note baisse, une sanction s'ensuit : l'État doit indemniser les investisseurs qui prennent un risque plus important en leur versant un taux d'intérêt supérieur.

L'ennui avec les règles

Mais revenons-en à notre première question : à quel moment le niveau de la dette devient-il dangereux ?

Le processus décrit plus haut montre clairement que la réponse ne peut être un chiffre magique universel, ni même une combinaison de deux chiffres magiques, un pour la dette et un autre pour le déficit.

Cela est particulièrement évident pour ce qui concerne les variations des taux sous-jacents. Supposons que, comme aux États-Unis depuis le début des années 90, le taux d'intérêt réel chute de 4 points, ce qui se traduit par une baisse du coût réel du service de la dette de 4 % du ratio d'endettement ; donc si la dette équivaut à 100 % du PIB, le coût de son service diminue de 4 % du PIB. Bien sûr, des taux plus bas sont synonymes d'une dynamique nettement plus favorable. Un ratio d'endettement qui aurait pu être risqué au début des années 90 le serait sans doute beaucoup moins aujourd'hui. Nous pourrions donc en conclure que la variable magique ne serait pas le ratio dette/PIB, mais plutôt le ratio service de la dette/PIB. Ce serait certes un progrès, mais nous aurions affaire à


de nouveaux problèmes : la variabilité des coûts du service de la dette dépend de la variabilité des taux d'intérêt réels, qui peut être considérable. Une hausse du taux réel de 1 à 2 % double le coût du service de la dette. Le coût peut être modeste, mais il est aussi incertain, ce qui peut avoir une incidence sur la nature de la dette (risquée ou non).

La longue décrue des taux réels n'est pas étrangère au débat actuel sur les chiffres magiques et les réformes des règles budgétaires de l'Union européenne (UE). Mais la problématique est bien plus vaste : prenons deux pays affichant le même ratio d'endettement élevé, mais avec des types de gouvernements différents ou des dettes libellées dans des devises différentes. Il est possible que l'une des dettes soit sans risque, contrairement à l'autre.

La réponse ne peut être un chiffre magique universel.

Par conséquent, ma réponse est que j'ignore quel est, a priori, le niveau de dette qui ne présente aucun danger. Indiquez-moi un pays et une période en particulier, et j'utiliserai la méthode précitée pour vous répondre, puis nous pouvons discuter de la justesse ou non de mes hypothèses.

Mais ne me demandez pas une règle simple, car elle serait toujours trop simpliste. Certes, les critères de Maastricht ou la règle du « zéro noir » (ou équilibre budgétaire), s'ils sont respectés, garantiront la viabilité. Mais au prix de contraintes budgétaires inopportunes. La plupart des observateurs s'accordent sur le fait que l'assainissement des finances publiques opéré dans l'Union européenne dans le sillage de la crise financière mondiale et au nom de ces mêmes règles a été excessif et a retardé la reprise.

Ne me demandez pas non plus de règle complexe, car elle ne serait jamais assez complexe. L'histoire des règles de l'UE, qui s'accompagnent de conditions toujours plus nombreuses au point d'être devenues incompréhensibles tout en étant encore jugées insuffisantes, en est la preuve. 

OLIVIER BLANCHARD est titulaire de la chaire C. Fred Bergsten au Peterson Institute for International Economics. Il était auparavant conseiller économique et directeur du département des études du FMI.