

## Résumé analytique

À 225 % du PIB mondial, la dette du secteur non financier (qui englobe les administrations publiques, les ménages et les entreprises non financières) à l'échelle mondiale n'a jamais été aussi élevée. Les deux tiers de cette dette, soit quelque 100 000 milliards de dollars, correspondent à des emprunts du secteur privé qui, comme l'ont montré de très nombreuses études sur le sujet, peuvent comporter des risques considérables lorsqu'ils atteignent des niveaux excessifs. Il existe toutefois une grande hétérogénéité au sein de cette catégorie, tous les pays n'étant pas au même stade de leur cycle d'endettement, et n'étant pas non plus exposés aux mêmes risques. Il n'en reste pas moins que l'ampleur même de la dette pourrait mener à un processus d'inversion du levier financier privé sans précédent risquant d'étouffer la fragile reprise de l'économie. Ce problème de «surendettement privé» n'est toutefois pas facile à résoudre dans le contexte actuel de faible croissance de la production nominale à l'échelle mondiale.

Dans ce contexte, la présente édition du *Moniteur des finances publiques* s'intéresse à l'ampleur et à la composition de la dette mondiale et s'interroge sur le rôle que pourrait jouer la politique budgétaire pour faciliter l'ajustement. Cette analyse va au-delà des études déjà publiées en s'appuyant sur un ensemble de données plus vaste, qui couvre aussi bien les pays émergents et les pays à faible revenu que les pays avancés. Autre nouveauté : le recours à un cadre analytique qui modélise explicitement les interconnexions entre dette privée et dette publique afin d'analyser le rôle de la politique budgétaire dans le processus d'inversion du levier financier. Enfin, des études de cas par pays apportent un éclairage utile sur ce que la politique budgétaire devrait faire ou non pour faciliter le désendettement tout en atténuant son effet ralentisseur sur l'économie.

Ce chapitre arrive à la conclusion que la dette privée serait élevée non seulement dans les pays avancés, mais aussi dans quelques pays émergents d'importance systémique. Bien que certains pays avancés aient progressé dans le désendettement des ménages (la source du problème), ces ratios d'endettement continuent parfois d'augmenter. En outre, l'assouplissement des conditions financières a entraîné dans quelques pays émergents une montée en flèche de la dette des entreprises non financières. Les précédents historiques et d'autres indicateurs de surendettement laissent à penser que le processus d'inversion du levier financier pourrait encore prendre du temps, a fortiori dans un contexte de faible croissance nominale. L'assainissement inachevé des bilans bancaires est également synonyme d'obstacles supplémentaires à ce processus d'inversion car il nuit à l'efficacité des flux de crédit et, partant, contribue à l'atonie de la croissance. La faible conjoncture macroéconomique pèse également sur les comptes des administrations publiques, en particulier dans les pays avancés, où près de la moitié de la hausse de la dette publique enregistrée depuis la crise financière mondiale lui est imputable. Le développement des circuits financiers et le meilleur accès au marché constatés depuis quelques années ont tiré à la hausse les ratios d'endettement privé et public dans les pays à faible revenu, encore que les niveaux d'endettement restent généralement faibles. Les progrès du microcrédit et de la

banque mobile ont en outre contribué à améliorer l'inclusion financière dans nombre de ces pays.

De nouvelles données empiriques viennent confirmer que les crises financières tendent à s'accompagner d'une dette privée excessive, aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Cependant, une dette publique élevée n'est pas sans risques non plus. Concrètement, si une crise financière démarre dans un contexte de faiblesse budgétaire, la récession qui s'ensuivra sera d'autant plus profonde et durable. Cela s'explique par le fait que l'absence de marge de manœuvre budgétaire avant la crise amoindrit considérablement la capacité à mener des politiques budgétaires contracycliques, en particulier dans les pays émergents. Ces résultats plaident en faveur d'un renforcement des finances publiques en phase d'expansion économique, tout en tenant dûment compte des cycles financiers dans l'analyse de la position budgétaire d'un pays, et en assurant une surveillance étroite de la dette privée au moyen de cadres réglementaires et de surveillance adaptés. Cette démarche est particulièrement pertinente dans le cas des pays émergents où l'endettement du secteur privé s'est considérablement accru ces dernières années.

Il est clair qu'il sera difficile d'opérer une inversion significative du levier financier en l'absence d'une croissance robuste et d'un retour à une inflation normale, mais de quels moyens dispose la politique budgétaire pour faciliter ce processus? Pour avancer vers une croissance soutenue dans les pays aux prises avec un surendettement, il faudra sans doute assainir de manière rapide et résolue le bilan des banques (une priorité incontestable dans certains pays européens) et du secteur privé, notamment les entreprises non financières en Chine. Le train de mesures spécifiques à adopter dépendra naturellement de la situation propre à chaque pays et de la marge de manœuvre budgétaire disponible. De manière générale, lorsque le système financier est en proie à de graves tensions, il importe avant tout de résoudre le problème sous-jacent. Lorsque les difficultés du secteur non financier ne se sont pas encore étendues aux banques, des interventions budgétaires bien conçues et ciblées peuvent inciter à opérer l'assainissement, sous la forme de programmes publics de restructuration de la dette privée (avec des mesures telles que des bonifications aux créanciers pour prolonger les échéances, des garanties, des prêts directs ou la création de sociétés de gestion d'actifs). Ces initiatives devraient s'appuyer sur des procédures collectives très rigoureuses. L'expérience montre que la conception des interventions budgétaires pour faciliter l'inversion du levier financier est essentielle pour minimiser les coûts, atténuer l'aléa moral et, *in fine*, assurer leur réussite. Ces mesures devraient en particulier cibler certains secteurs ou individus spécifiques, et supposent un partage des responsabilités. Si une recapitalisation des banques s'avère nécessaire, elle devra être menée rapidement, sous l'impulsion du secteur privé. Le processus décisionnel devrait suivre des principes de gouvernance stricts afin de préserver les fonds publics.

Il est certes difficile de trouver le bon dosage dans le contexte actuel de marge de manœuvre budgétaire limitée, mais l'inaction coûtera sans doute plus cher, même du point de vue de la viabilité de la dette publique. La politique budgétaire ne pourra pas tout résoudre

seule; elle doit être accompagnée de politiques complémentaires, dans des cadres crédibles. De manière plus précise, la politique monétaire devrait rester accommodante dans les pays dont l'inflation reste très inférieure à l'objectif, et les politiques financières devraient inciter les banques à comptabiliser leurs pertes et à faciliter l'assainissement de leur bilan. Les politiques structurelles peuvent également améliorer les contraintes budgétaires intertemporelles en relevant la croissance potentielle. Si elles sont bien conçues et crédibles, de telles politiques peuvent même accroître la marge d'intervention en faveur de la croissance et conduire l'inflation vers son objectif, tout en facilitant l'inversion du levier financier.