



Nous n'avons volontairement pas corrigé les imperfections de forme qui peuvent apparaître dans chaque copie.

Concours externe

2^{ème} épreuve d'admissibilité : Economie

Meilleure copie

Note : 19/20

SUJET : Endettement et action publique

Au début du mois d'août 2019, la courbe des taux d'intérêts souveraine s'est inversée aux Etats Unis, et l'indice or/Dow a enregistré une forte baisse. Ainsi, les obligations souveraines américaines à 30 ans ont un taux d'intérêt plus faible que celles à court terme, et le taux or/Dow qui mesure la valeur en or d'une action au Dow est descendu à 17 contre 22 en 2018 et 40 en 2000. Ces deux phénomènes impliquent que les agents économiques privés anticipent un retournement économique brutal et favorisent les valeurs dites « refuges » comme l'or et les obligations souveraines.

En effet, l'économie mondiale est marquée par une forte hausse de l'endettement public et privé, c'est-à-dire du montant en capital des emprunts contractés par les ménages, les entreprises non financières et les Etats. Ainsi, selon la Banque des règlements internationaux (BRI, 2018) l'encours mondial de dette est passé en 10 ans de 235 à 265% du Produit intérieur brut mondial (PIB).

Or, le niveau très élevé de l'encours de la dette privée aux Etats-Unis est l'une des causes de la Grande Récession de 2008 (Aglietta, 2008, Comprendre la crise du crédit structurel). Pour faire face à cette crise les Etats et particulièrement ceux de la zone euro ont mené des politiques de relance qui ont fait augmenter leur endettement et favorisé la crise souveraine de la zone en 2012.

L'action publique de relance menée en 2009 correspond à la fonction de stabilisation de l'économie que remplit l'Etat selon Musgrave, en plus de ses fonctions d'allocation des ressources et de redistribution. De façon large, l'action publique désigne l'ensemble des actions, mesures, dépenses de l'Etat et ses opérateurs ou tout autre agent public.

Face aux limites de l'action publique, qui n'a pas permis de prévenir la Grande Récession de 2008 ni, en Europe, la crise souveraine de 2012, de nouveaux outils ont été développés au niveau national, régional et mondial. Pourtant l'encours actuel de dette est particulièrement préoccupant et constitue un facteur de risque pour la stabilité financière (Fonds monétaire international, FMI Rapport sur la stabilité financière, avril 2018). Cette situation concerne l'endettement public comme privé, dans les économies développées et émergentes, avec des situations toutefois variables selon les pays.

Dans ce contexte, il revient à l'action publique de limiter d'une part les risques d'un tel endettement pour la stabilité économique, et de réagir efficacement en cas de retournement économique brutal.

En ce sens, les outils et mesures d'action publique sont-ils adaptés au niveau d'endettement actuel ?

La forte hausse de l'encours mondial de dette depuis 10 ans est particulièrement préoccupante dans un contexte économique défavorable (I). Face à l'incapacité des outils mis en place après la Grande Récession pour prévenir les risques liés à l'endettement, l'action publique dans ce domaine doit être repensée (II).

*

*

*

L'endettement public et privé, en hausse depuis la fin des Trente Glorieuses n'est problématique que s'il est insoutenable (I.A.). La question de sa soutenabilité est particulièrement préoccupante aujourd'hui, dans un contexte économique défavorable (I.B).

*

L'encours mondial de dette est en hausse depuis la fin des trente glorieuses et tout particulièrement depuis 10 ans. Or, si la dette en soit n'est pas un problème, elle peut le devenir si elle est insoutenable du fait de son niveau.

L'endettement public est en hausse depuis la fin des trente glorieuses, et cette hausse a été accélérée par la Grande Récession de 2008. Cela concerne les pays développés et émergents, à des échelles différentes. Ainsi la dette publique au Japon est passée de 10% à près de 200% PIB depuis 1969, tandis que la dette publique française est proche de 100% PIB aujourd'hui contre 20% en 1979. De même, l'encours de dette publique chinoise est passé de 22% en 2007 à 46% en 2018, et l'encours sud-africain a doublé sur la même période. L'évolution de l'endettement privé est moins linéaire : très élevé en 2007, et après un mouvement global de baisse, il est de nouveau en hausse, de façon différenciée selon les pays : entre 2007 et 2017, l'endettement des ménages augmente de 20 points en Chine, 15 points en France et diminue de 21 points aux Etats-Unis. Sur la même période, l'encours de dette des sociétés non financière augmente respectivement de 60 points, 32 points et 4 points dans ces trois pays.

Or, la Grande Récession de 2008 est en partie justifiée par la très forte hausse de l'endettement privé, tandis que l'augmentation marquée de l'endettement public en zone euro de 2009 à 2012 a conduit à la défiance des marchés et à un mouvement d'« austérité – panique » (De Grauwe et Ji, 2014) entraînant une récession durable en Europe.

De fait, la dette qui, en soi, n'est pas porteuse de risques pour la stabilité financière, peut constituer un facteur de retournement du cycle économique si elle est perçue comme insoutenable, ou si le débiteur fait défaut. Les acteurs économiques privés s'endettent pour consommer des biens ou investir dans du capital, ce qui favorise la demande par l'endettement des ménages, et l'offre par l'endettement des entreprises. De même, l'Etat s'endette pour financer ses dépenses publiques, qui contribuent à la hausse du PIB (Ramaux et Sterdyniak, 2017). Dans ces conditions, l'endettement est souhaitable.

Toutefois, la dette peut constituer une menace pour la stabilité des économies si, par son niveau excessif, elle devient insoutenable. Alors, il devient impossible de la rembourser, et l'agent débiteur doit faire défaut. Si les créateurs anticipent ce défaut, ils tendent à vouloir vendre leurs titres de dette, ce qui provoque un retournement du cycle financier en crise financière symétriquement, les débiteurs faisant face à des échéances de remboursement trop élevées vendent leurs titres pour les honorer, provoquant le même mécanisme d'effondrement des marchés.

Ainsi, l'endettement actuel est préoccupant par son niveau, d'autant plus que la conjoncture économique ne justifie pas un tel encours. La BRI estime qu'un tel niveau de dette est « inédit en temps de paix ». Au contraire, il semble que la conjoncture économique actuelle accentue les risques de cet endettement et appuie la nécessité d'une action publique.

*

La forte hausse de l'endettement public et privé justifie une intervention publique d'autant plus urgente que la situation économique mondiale est défavorable du point de vue structurel comme conjoncturel.

Premièrement, la conjoncture économique mondiale augmente les risques d'une crise de l'endettement. D'une part, l'inflation mondiale faible, doublée d'une très forte hausse des liquidités mondiales par les politiques d'assouplissement quantitatif mené par les banques centrales depuis 2008 augmente largement la probabilité de formation de bulle sur les actifs. Ces bulles peuvent encourager une prise de risque excessive de la part des agents économiques privés, avec notamment une forte hausse du bilan des institutions bancaires. Dès lors, l'impact du défaut des débiteurs est plus fort et le risque plus élevé.

D'autre part, la structure des encours de dette est facteur de risque. En particulier, la dette des pays émergents est pour l'essentiel libellée en devises, ce qui ajoute un risque de change au risque de défaut (Eichengreen, Hausman et Panizza, 2014, The pain of the original sin). En outre, certaines économies développées sont particulièrement concernées par le risque lié à l'endettement excessif : en Italie, l'endettement privé représente 41,7% PIB pour les ménages et 76,6% pour les entreprises non financières, avec 18% de créances douteuses et un montant de créances irrécouvrables estimé à 200 Md€ par le FMI (rapport sur la stabilité financière, 2018).

Deuxièmement, le contexte économique semble structurellement favorable à une crise de l'endettement, notamment privé. En effet, une croissance et une inflation structurellement faibles, en plus d'une financiarisation excessive des économies développées, tendent à dégrader la stabilité financière et à augmenter le coût de la dette. L'idée d'une croissance structurellement faible, c'est-à-dire de la stagnation séculaire, est développée par Gordon (2012, US economic growth since 1870) et Summers (2013, discours au FMI), respectivement en tant que faiblesse structurelle de l'offre ou de la demande. Les deux hypothèses impliquent une dégradation progressive de la solvabilité des acteurs privés. Parallèlement, le risque d'une inflation durablement et structurellement faible (Ha, Kose et Ohnsorge, 2019) limite la diminution du coût de la dette par la hausse générale des prix.

En outre, les économies développées semblent souffrir d'un niveau excessif de financiarisation. Selon la BRI (Réévaluer l'impact de la finance, 2012), la finance a un impact positif sur la croissance et la stabilité de l'économie nationale jusqu'à un certain seuil, évalué par Arcand, Berkes et Panizza à 80% à 100% PIB en crédits accordés aux acteurs privés (ménages et entreprises non financières). Par ailleurs, le FMI évalue à 65% PIB le seuil d'endettement des ménages au-delà duquel la stabilité financière à court terme est menacée. Le seuil est dépassé dans plusieurs pays de l'OCDE, avec par exemple 128,2% PIB en Suisse, 87,6% en Grande Bretagne ou 65,2% en Espagne. Il atteint 63% sur l'ensemble de l'OCDE.

Ainsi, l'endettement public et privé au niveau mondial atteint aujourd'hui un niveau particulièrement élevé, de telle sorte à représenter un risque pour la stabilité financière. Le risque est accentué par une situation économique globalement défavorable.

Face à ce risque, les outils de l'action publique semble aujourd'hui insuffisants.

*

*

*

Afin de limiter les risques que génère un endettement excessif, plusieurs mesures ont été prises pour orienter l'action publique. Leurs lacunes aujourd'hui (II.A) appellent à repenser l'action publique face à l'endettement (II.B).

Les mesures prises et outils conçus après la Grande Récession pour éviter une nouvelle crise de l'endettement public ou privé semblent aujourd'hui insuffisantes, au niveau mondial comme à l'échelle de la zone euro.

D'une part, la finance a été encadrée par les accords de Bâle III afin d'en limiter les dérives. Ces accords ont, entre autres, imposé un ratio de liquidité permettant de faire face à une crise de liquidité aigüe pendant 30 jours, et un ratio de solvabilité pour l'hypothèse d'une crise de 12 mois. Ces deux ratios sont complétés par une mesure macroprudentielle de buffers (« coussins ») contracycliques qui conditionne ce montant minimal de fonds propres que doit posséder une institution financière au montant de sa position au débit. Ces mesures représentent une rupture majeure en ce qu'elles encadrent et restreignent la finance de façon globale. Elles doivent en principe conduire à une certaine restriction du niveau de crédit. Toutefois, les taux très bas entretenus par la politique monétaire d'assouplissement quantitatif ont l'effet inverse, à tel point qu'en juillet 2019, une banque danoise a annoncé que les dépôts de ses clients seraient facturés tandis que leurs emprunts seraient rémunérés.

Les limites de Bâle III sont soulignées dans le rapport de Terra Nova (10 ans après la crise, où en est la régulation financière, 2018). Le rapport remarque entre autre un manque de régulation macro-prudentielle et l'apparition de nouvelles stratégies de contournement, par la titrisation ou les FinTechs.

D'autre part, la zone euro a fait l'objet d'une réforme vaste pour limiter les risques et les effets potentiels d'une crise bancaire. Ainsi, deux piliers d'une union bancaire sont en place, sur les trois proposés par Van Rompuy : le mécanisme de supervision unique (MSU) et le mécanisme de résolution unique (MRU). Le premier doit permettre une surveillance accrue des banques présentant un caractère systémique, avec l'organisation régulière de stress-tests. Le second doit permettre de limiter l'impact de la faillite d'une banque sur le système économique et l'endettement public. En outre, le mécanisme européen de solidarité (MES) vise à limiter le risque de crise souveraine.

Toutefois, ces trois systèmes sont imparfaits. A titre d'exemple, le MRU n'a pas permis d'éviter l'intervention de l'Etat italien pour éviter la faillite de la banque Monte dei Paschi dei Siena. De même, 14 économistes franco-allemands montrent dans une tribune (Réconcilier Solidarité et discipline de marché, janvier 2018) que le MES, s'il peut être adapté aux petites économies, ne dispose pas de fonds suffisants pour venir en aide aux plus grandes économies, portant également soumises au risque souverain.

Il apparaît donc que les outils mis en place après la Grande Récession ne sont que partiellement efficaces pour lutter contre une nouvelle crise de l'endettement privé ou public. Aussi, l'action publique en ce sens doit être repensée au niveau national et supranational.

*

L'action publique face à la norme de l'endettement intervient en deux temps : en amont, pour prévenir une crise et renforcer la résilience de l'économie, et en aval pour réagir à la crise afin d'en limiter la durée et les effets.

En amont de la crise, les outils nationaux et supranationaux de régulation et supervision relatifs à l'endettement peuvent être améliorés. Ainsi, le conseil d'analyse économique (CAE, 2013) préconise de limiter la hausse des exigences en fonds propres des banques qui peuvent être inciter à prendre des risques pour s'y conformer. A la place, il propose de rendre les « loan to value » (apport du débiteur) contracycliques, ce qui limiterait mécaniquement l'endettement en période économique peu favorable. Le rapport Terra Nova sur le sujet en 2018 propose, en outre, de soumettre les institutions bancaires à des exigences plus élevées lorsqu'elles présentent un caractère systémique, en particulier en matière de séparation de leurs activités. Enfin, le rapport Larosière (2009) met en cause la très forte concentration du marché des agences de notation, ce qui favorise la

titrisation et l'opacité dans les crédits. En effet, les deux principales agences, Standard & Poor's et Moody Fitch possèdent ensemble 95% du marché. Un superviseur mondial comme le FMI pourrait être chargé de vérifier que les agences ne permettent pas de contournement de la réglementation.

Au niveau national des mesures peuvent être prises pour rassurer les créiteurs et favoriser la restructuration concertée des dettes plutôt que le défaut. C'est déjà le cas en France en cas de surendettement. En outre, les stratégies de contournement des acteurs privés, en particulier par les FinTechs pourraient être mieux encadrées, notamment en Chine. Par ailleurs, le risque de crise souveraine ne doit pas être surévalué et les mesures d'austérité doivent être exclues en période de récession. En effet, Boova, Kinda et Woo (Austérité et inégalités, 2018) montrent que la réduction de la dette d'un point conduit à une hausse de l'indice de Gini de 0,04 à 0,07 points. De façon plus générale, Blanchard montre en 2018 (Public debt and low interest rates) que la structure actuelle des taux n'impose pas aux Etats d'avoir un excédent primaire pour réduire leur dette.

Par ailleurs, l'action publique en réaction à une crise de l'endettement peut être améliorée. Au niveau supranational, il est possible de développer les filets de sécurité financière multilatéraux, à l'image des lignes des crédits créés par le FMI (la ligne de crédit modulable et la ligne de précaution et sécurité) afin de limiter le risque de corrélation entre crise bancaire et souveraine. Par ailleurs, la zone euro pourrait assouplir ses règles budgétaires en période de crise. Le CAE (Compléter l'euro, 2013) propose à ce titre la création d'un conseil budgétaire compétent pour assouplir les règles budgétaires pour certains pays en cas de choc asymétrique. La tribune des 14 économistes franco-allemands (Réconcilier solidarité & discipline de marché, 2018) évoque également la possibilité d'abandonner la règle issue du traité de Maastricht exigeant une dette publique inférieure à 60% PIB, au profit de la règle selon laquelle la dépense publique ne doit pas croître plus vite que le PIB en volume. Enfin, l'union bancaire peut être complétée par la mise en place du système européen de garantie des dépôts.

Au niveau national et face à une crise bancaire de l'endettement privé ou souveraine, de l'endettement public, il est essentiel de répondre par un policy-mix contracyclique et en rassurant les marchés, respectivement. A ce titre, les règles nationales relatives à l'endettement doivent être suffisamment claires pour limiter la surréaction procyclique des marchés, et suffisamment flexibles pour permettre un tel policy-mix.

*

*

*

Ainsi, les outils et mesures dont dispose l'action publique face au risque que représente la forte hausse de l'endettement public et privé sont insuffisants. La conjoncture économique actuelle, propice à une crise de la dette, justifie donc aujourd'hui de compléter ces outils au niveau supranational, international et national, en tenant compte de l'action publique en amont d'une potentielle crise, comme en réaction à une telle crise.