

Dettes extérieures et croissance

À condition d'être contenus dans des limites raisonnables, les emprunts extérieurs utilisés pour financer l'investissement productif tendent à accélérer la croissance. Passé ce seuil, toutefois, l'accumulation de dettes nouvelles risque de freiner l'expansion. Une étude du FMI analyse deux moments critiques du processus : lorsque l'accroissement de la dette ralentit la croissance, puis lorsque sa contribution devient négative et aggrave la situation du pays.

Catherine Pattillo
Hélène Poirson
et Luca Ricci

AU COURS des trente dernières années, les pays en développement ont bénéficié de prêts considérables, assortis souvent de conditions très concessionnelles (graphique 1), qui devaient permettre leur décollage rapide en favorisant l'investissement et en accélérant la croissance. Mais, devant les sommets atteints par les ratios d'endettement dans les années 80, un constat s'est imposé : pour de nombreuses économies, et en particulier pour quelques pays d'Amérique latine à revenu intermédiaire, le remboursement de la dette serait non seulement un frein aux performances, mais une tâche quasiment impossible. Le FMI et la Banque mondiale ont donc lancé, au milieu des années 90, l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), qui devait ramener la dette de ces pays — dont beaucoup sont en Afrique subsaharienne — à des proportions viables.

Malgré l'importance de cette question et l'intérêt qu'elle a suscité des horizons les plus divers (le Pape lui-même l'a évoquée, mais aussi des stars du rock), décideurs et analystes n'ont qu'une connaissance imparfaite du sujet.

- Au-delà de quel seuil la dette extérieure compromet-elle les performances économiques?
- Peut-on chiffrer l'incidence de la dette sur la croissance des pays en développement?
- L'impact de la dette sur l'expansion est-il non linéaire ou, en d'autres termes, l'effet d'un alourdissement de la dette dépend-il, par exemple, de l'encours de celle-ci?
- Par quels canaux la dette influence-t-elle sur la croissance?
- Quel bénéfice peut-on attendre, en matière de croissance, d'un allègement de la dette au titre de l'initiative PPTE?

Nous nous sommes efforcés de répondre à ces questions à partir d'un échantillon qui regroupe près d'une centaine de pays en développement suivis sur une période de trente ans. Les pays tributaires des exportations pétrolières, ceux dont la population est inférieure à 400.000 habitants et les économies en transition sont exclus de cette analyse.

Les enseignements de la théorie

La théorie suggère que l'emprunt, contenu dans des limites raisonnables, peut aider les pays en développement à affer-

mir leur croissance. Les économies qui en sont au stade initial de leur développement disposent d'un stock de capital limité et offrent souvent des possibilités d'investissement plus rentables que les économies matures. Aussi longtemps qu'elles emploient les capitaux empruntés pour financer des investissements productifs et échappent à certains maux (instabilité macroéconomique, adoption de mesures faussant les incitations, chocs de grande ampleur), leur croissance devrait s'accélérer et leur permettre de rembourser à l'échéance les dettes contractées. Cela reste vrai dans le cadre des théories fondées sur l'hypothèse, plus réaliste, que les pays ne sont pas toujours en mesure d'emprunter à leur gré, car le marché craint qu'ils répudient leurs dettes.

Mais pourquoi l'accumulation de lourdes dettes freint-elle la croissance? L'explication la plus connue est avancée dans les théories du «surendettement» : si l'on peut penser que la dette future dépassera les capacités de remboursement des pays débiteurs, le coût de son service découragera les investissements intérieurs et extérieurs, pénalisant ainsi la croissance. Craignant que la production soit «taxée» au fur et à mesure par les créanciers au titre du service de la dette, les investisseurs potentiels hésiteront à supporter des coûts immédiats pour accroître la production à venir. C'est la thèse qu'illustre la courbe de Laffer (graphique 2), qui montre que plus l'encours de la dette est élevé, plus la probabilité de son remboursement devient faible. Sur la partie ascendante (la «bonne» section) de la courbe, la hausse de la valeur nominale de la dette va de pair avec l'augmentation des anticipations de remboursement, alors que l'accroissement de la dette réduit ces anticipations sur la partie descendante (la «mauvaise» section) de la courbe.

Bien que que les modèles n'analysent pas explicitement l'impact du surendettement sur la croissance, on peut en déduire que l'accumulation de lourdes dettes ralentit l'expansion en freinant notamment l'investissement. Mais le niveau même de la dette tend aussi à diminuer les gains attendus des réformes (libéralisation des échanges, assainissement budgétaire) censées renforcer l'efficacité et la croissance : les au-

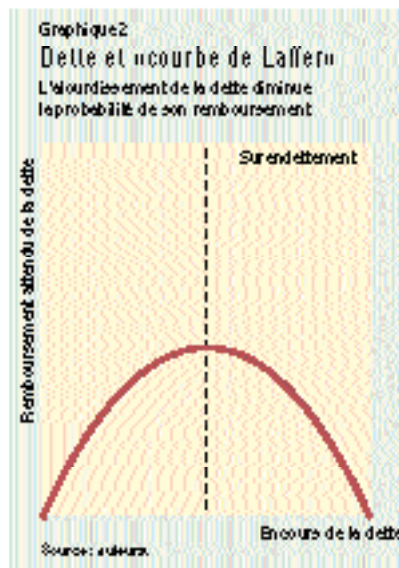
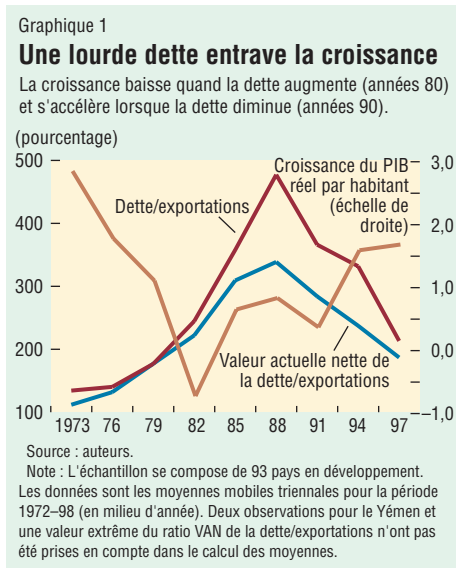
torités seront moins tentées de supporter des dépenses courantes si elles pensent que les gains de production escomptés iront en partie à leurs créanciers extérieurs.

Il semble donc, d'une part, qu'une évolution raisonnable de la dette devrait être bénéfique à la croissance et, de l'autre, que l'accumulation d'une lourde dette risque d'entraver l'expansion. Globalement, la dette a donc sans doute un impact non linéaire sur la croissance. Les théories du surendettement ne retracent pas à vrai dire cet impact, mais on peut développer la courbe de Laffer qui en découle pour en faire une courbe de l'effet de la dette sur la croissance. Étant donné que l'apogée de la courbe correspond au point où l'augmentation de la dette commence à agir comme un impôt sur l'investissement, les réformes et les autres mesures économiques supposant l'engagement immédiat de dépenses en échange de bénéfices futurs, il peut s'agir du point où la dette commence à avoir un impact marginal négatif sur la croissance.

Quel est le lien entre dette et croissance?

Nous avons essayé de vérifier si ce type de courbe existe en nous interrogeant sur les liens entre dette et croissance. Pour cela, nous avons utilisé divers indicateurs de l'encours de la dette, dont une série de données récentes de la Banque mondiale sur la valeur actuelle nette de la dette (mesure qui tient compte du fait qu'une large fraction de l'aide extérieure est assortie de taux inférieurs à ceux du marché). C'est important, car les modèles considèrent le plus souvent les ratios de la dette (par rapport aux exportations et au PIB) en termes nominaux, alors que la plupart des pays examinés ont contracté des dettes à des taux concessionnels, ce qui signifie que le montant actualisé qu'ils rembourseront à terme est inférieur à la valeur nominale de la dette. Pour identifier correctement l'impact du surendettement à travers les indicateurs du stock de la dette susmentionnés, nous avons inclus un ratio service de la dette/exportations pour tenir compte de l'effet d'éviction dû au fait que des ressources sont affectées au service de la dette plutôt qu'à des investissements ou à des dépenses intérieures propices à la croissance.

Il apparaît que la dette aurait une relation en forme de courbe en U inversée (graphique 3) avec la croissance. Lorsqu'un pays s'ouvre aux capitaux étrangers, l'impact des dettes contractées sur l'expansion sera vraisemblablement positif (passage du point d'endettement nul au point A du graphique 3). À mesure que les ratios de la dette augmentent au-delà du point A, tout nouvel emprunt ralentit la croissance, même si l'encours global de la dette continue d'exercer un effet positif sur la croissance. Le point A peut donc être considéré comme le niveau de dette qui maximise la croissance. Mais, lorsque la dette atteint le point B, sa contribu-



tion devient globalement négative, et la situation du pays est moins bonne que s'il ne s'était pas endetté.

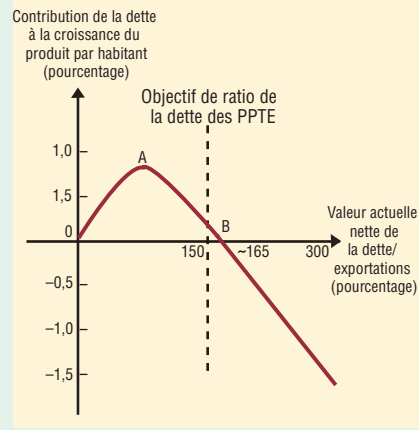
Outre qu'elle confirme la relation en forme de courbe en U inversée entre dette et croissance, notre étude permet de chiffrer deux points d'inflexion déterminants. Le point B est celui que nous pouvons identifier avec le plus d'assurance : l'endettement semble avoir un impact global négatif sur la croissance lorsque la dette représente de 160 à 170 % des exportations, et de 35 à 40 % du PIB (en valeur actuelle nette). L'impact marginal devient négatif (point A) dès qu'elle atteint environ la moitié de ces taux, même si nos résultats ne permettent pas d'obtenir une estimation plus précise.

Il apparaît aussi que l'écart de croissance entre les pays peu endettés (moins de 100 % des exportations ou de 25 % du PIB) et les pays très endettés (plus de 367 % des exportations ou de 95 % du PIB) est, en moyenne, supérieur à 2 % par an.

Une série de spécifications, méthodologies et indicateurs de la dette confirment la robustesse de nos résultats (voir encadré). Les indicateurs fondés sur le montant nominal ou la valeur actuelle nette de la dette donnent des résultats similaires, ce qui n'a rien de surprenant quand on sait que les pays qui bénéficient de prêts concessionnels (ou d'une restructuration de la dette à des taux concessionnels) sont

Graphique 3
Seuils d'endettement

La dette affiche une relation en forme de courbe en U inversée avec la croissance. L'effet est d'abord positif, mais, lorsque les ratios de la dette augmentent au-delà du point A, la dette finit par ralentir la croissance; à partir du point B, la contribution globale de la dette devient négative.



ceux qui supportent déjà un endettement excessif.

Notre étude jette-t-elle un éclairage nouveau sur les liens entre dette et croissance? Elle montre, indirectement, que c'est de l'efficacité de l'investissement (et non de son volume) que pourrait venir l'explication. En fait, tous les résultats susmentionnés tiennent lorsqu'ils font l'objet de régressions où l'investissement est lui aussi pris en compte, et l'impact de la dette sur la croissance n'est que légèrement supérieur si l'on supprime l'investissement des régressions. Ils confirment donc ce que la théorie avance, à savoir qu'une dette excessive risque de freiner la croissance en diminuant les ressources qui peuvent être consacrées à l'investissement, mais aussi en faussant leur allocation (au profit, par exemple, de projets à court terme moins rentables) et en dissuadant peut-être les autorités d'assainir

le climat économique. Cela cadre aussi avec les résultats empiriques récents, selon lesquels c'est la productivité globale des facteurs, plus que leur accumulation, qui détermine les écarts de croissance entre les pays.

Conséquences pour l'initiative PPTE

Quelles conséquences peuvent en tirer les autorités? Il est possible de chiffrer les dividendes de croissance attendus de l'allègement de la dette. Ainsi, diminuer la dette de moitié

Approche et méthodologie

Notre étude s'appuie sur les analyses de régression multiple pour vérifier si dette et croissance sont liées. Elle prend en compte les déterminants types de la croissance : revenu par habitant (décalé) et taux d'investissement, de scolarisation dans le secondaire et de croissance démographique (tous en logarithme), différence des politiques suivies (ouverture, solde budgétaire) et chocs extérieurs (termes de l'échange). Nous employons des données de panel moyennes sur trois ans pour 93 pays en développement couvrant la période 1969–98 et des moyennes sur dix ans pour vérifier la robustesse de nos conclusions par rapport aux effets de cycle.

Quatre méthodes d'estimation permettent de tester la robustesse des résultats : 1) les moindres carrés ordinaires; 2) les variables instrumentales, avec des valeurs décalées pour corriger au besoin l'endogénéité de la dette, de l'investissement, de la scolarisation, de l'ouverture des économies ou du solde budgétaire; 3) des effets fixes pour tenir compte de facteurs nationaux spécifiques non observés, tels que la qualité et l'historique des institutions; 4) enfin, la méthode des moments généralisée pour corriger l'endogénéité et le biais introduit par la variable de revenu retardée en présence d'effets fixes. En

outre, pour nous assurer que les résultats ne sont pas influencés par des effets spécifiques au temps ou par la présence de cas extrêmes, nous estimons la plupart des régressions avec ou sans variable muette temporelle, ainsi qu'avec l'échantillon total, puis restreint, afin de supprimer les cas extrêmes. Enfin, nous estimons les mêmes spécifications en excluant l'investissement pour vérifier si ce dernier est le principal canal des effets de la dette sur la croissance.

Pour identifier le point d'inflexion de la courbe de Laffer dette-croissance (point A du graphique 3), deux spécifications non linéaires sont utilisées. La première est une spécification quadratique (courbe en U inversée), où la variable de la dette est prise en compte en termes linéaires et quadratiques, puis une fonction spline (courbe en V inversée), où l'impact linéaire de la dette peut enregistrer une rupture structurelle, déterminée de façon endogène comme le point de rupture qui maximise l'ajustement de la régression. Il reste très difficile d'obtenir une estimation précise de ce point d'inflexion (point A du graphique 3), car les chiffres de croissance varient peu entre les pays « faiblement endettés » et ceux qui le sont « faiblement à modérément ».

pour la ramener de 200 % des exportations (chiffre proche du ratio dettes/exportations moyen des pays de l'échantillon au cours des trente dernières années) à 100 % des exportations permettrait d'enregistrer un gain de croissance par habitant de l'ordre de 1/2 à 1 point.

Quant aux pays susceptibles de bénéficier de l'initiative PPTE, la majorité de ceux qui sont sur le point d'obtenir un allègement de leur dette affichent un ratio dettes/exportations de l'ordre de 300 %. Si leur dette est ramenée à l'objectif de 150 %, l'étude montre que leur croissance s'accélénera d'environ 1 point. Cette accélération pourrait amorcer un cercle vertueux qui, en l'absence d'un nouvel accroissement de la dette, abaissera encore le ratio d'endettement. Il est clair, cependant, que ce dividende de croissance risque de ne pas se matérialiser si le pays enregistre fréquemment des distorsions macroéconomiques et structurelles brutales. **F&D**

Cet article repose sur l'étude «External Debt and Growth», IMF Working Paper 02/69 (Washington, 2002), effectuée par les mêmes auteurs.

Bibliographie :

Guillermo A. Calvo, 1998, "Growth, Debt and Economic Transformation: The Capital Flight Problem" in *New Theories in Growth and Development*, ed. by Fabrizio Coricelli, Massimo di Matteo, and Frank Hahn (New York: St. Martin's Press).

Daniel Cohen, 1991, *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

———, 1997, "Growth and External Debt: A New Perspective on the African and Latin American Tragedies," *Center for Economic Policy Research Discussion Paper No. 1753* (London).



Catherine Pattillo (à gauche), Luca Ricci et Hélène Poirson sont économistes, respectivement, au Département des études, au Département Afrique et au Département Asie et Pacifique du FMI.

William Easterly, 2001, "Growth Implosions, Debt Explosions, and My Aunt Marilyn: Do Growth Slowdowns Cause Public Debt Crises?" *World Bank Policy Research Working Paper No. 2531* (Washington).

——— and Ross Levine, 2001, "What Have We Learned from a Decade of Empirical Research on Growth? It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models," *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 2 (August), p. 177-219.

Ibrahim Elbadawi, Benno Ndulu, and Njuguna Ndung'u, 1997, "Debt Overhang and Economic Growth in Sub-Saharan Africa," in *External Finance for Low-Income Countries*, ed. by Zubair Iqbal and Ravi Kanbur (Washington: International Monetary Fund).



Le **Bulletin du FMI** vous tient au courant de l'action du FMI dans le contexte de l'évolution économique et financière mondiale. Vous y trouverez des articles qui traitent des questions d'actualité touchant au système monétaire international, telles que les progrès de la mondialisation, le renforcement de la transparence et l'évolution des économies en transition, ainsi que des analyses des politiques macroéconomiques et des études de pays.

Le *Bulletin* paraît 23 fois par an en anglais, en espagnol et en français (numéros de 16 pages). L'abonnement comprend en outre un *Supplément annuel consacré au FMI*, des suppléments thématiques périodiques et un index annuel.

La version intégrale de l'édition française du *Bulletin* et du *Supplément consacré au FMI* est affichée sur le site internet du FMI (<http://www.imf.org>).

Tarif de l'abonnement : 79 dollars par an (envoi par avion ou courrier rapide).

Le *Bulletin du FMI* est distribué gratuitement aux bibliothèques et enseignants des universités et à l'adresse professionnelle des hauts fonctionnaires nationaux et internationaux et des journalistes et auteurs de publications financières.

ADRESSEZ VOTRE DEMANDE D'ABONNEMENT À :

International Monetary Fund • Publication Services • Box FD-202 • 700 19th Street, N.W. • Washington, DC 20431 • Téléphone : (202) 623-7430 • Fax : (202) 623-7201 • E-mail : publications@imf.org