



Pas de seuil magique

Il ne semble pas y avoir de seuil bien défini au-delà duquel la dette compromet gravement la croissance à moyen terme

Andrea Pescatori, Damiano Sandri et John Simon

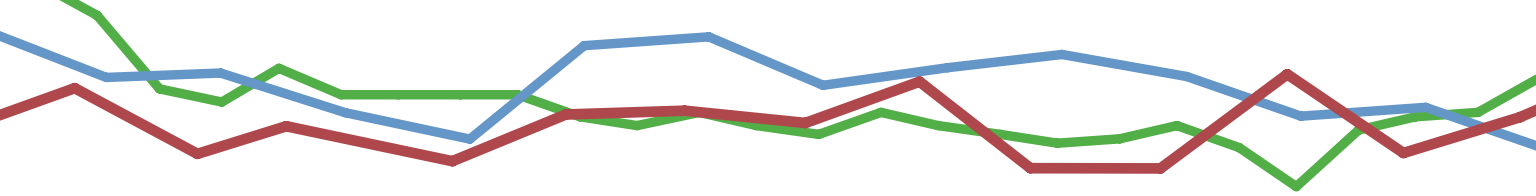
EXISTE-T-IL un seuil d'endettement public au-delà duquel les perspectives de croissance économique à moyen terme sont gravement compromises? La question intéresse les économistes, à la fois en raison du niveau d'endettement sans précédent de nombreux pays avancés et des conséquences pour l'accumulation de dette dans tous les pays. Si au-delà d'un certain ratio de dette publique/PIB la croissance est menacée, la priorité absolue devient alors de descendre en dessous de ce seuil. En revanche, s'il n'y a pas de point de basculement bien défini, les gouvernements seront sans doute tentés de privilégier la croissance plutôt que la réduction des taux d'endettement.

Les avis sont partagés. Des travaux influents tels que ceux de Reinhart et Rogoff (2010) et Reinhart, Reinhart et Rogoff (2012) postulent l'existence d'un effet de seuil : lorsque l'endettement des pays avancés dépasse 90 % du PIB, les chiffres de croissance accusent une détérioration manifeste. En revanche, pour d'autres chercheurs, il n'y a pas de point d'inflexion particulier et c'est plutôt un faible niveau de croissance qui aggrave l'endettement et non l'inverse (Panizza et Presbitero, 2012; Herndon, Ash et Pollin, 2013). Nos propres travaux, fondés sur une démarche nouvelle, n'ont pas non plus mis en évidence de seuil bien défini à partir duquel la croissance fléchit sensiblement.

Une nouvelle démarche

Notre méthode s'appuie sur une nouvelle base de données très étendue du FMI portant sur les ratios de dette publique brute/PIB, les paiements d'intérêts et les déficits primaires couvrant presque tous les 188 pays membres et dans bien des cas une période allant de 1875 à 2011 (Abbas *et al.*, 2010, 2011). Nous avons complété ce corpus avec des données de PIB réel tirées de Maddison (2003) et d'autres données de Reinhart et Rogoff (2010). Nous nous sommes centrés sur 34 pays avancés pour tenir compte de la couverture des séries complémentaires. Le ratio dette/PIB moyen des 34 pays de l'échantillon était de 55 %, tandis que le taux de croissance du produit réel par habitant était de 2¼ % par an en moyenne. La période couverte comprend les deux guerres mondiales et la Grande Dépression et présente donc un très grand intérêt historique, mais elle comprend aussi de nombreux épisodes exceptionnels qu'il ne faut pas perdre de vue dans l'analyse des résultats.

Nous avons retenu tous les épisodes durant lesquels la dette publique brute a dépassé un certain nombre de seuils et avons examiné le taux de croissance du PIB réel par habitant durant les 1, 5, 10 et 15 ans qui ont suivi. Notre méthode se distingue de celle de Reinhart et Rogoff (2010) en ce que nous nous concentrons sur les relations à moyen et long terme entre le ratio dette/PIB présent et la croissance ultérieure du PIB, et non pas seulement sur le lien à court terme. Le choix d'une perspective à plus long terme devrait être de nature à atténuer l'effet de distorsion que les récessions temporaires ou les poussées de croissance peuvent avoir sur le binôme dette-croissance dans le court terme.



Reinhart, Reinhart et Rogoff (2012) ont aussi suivi une démarche à plus long terme, mais elle se distingue de la nôtre sur deux aspects importants :

- Nous avons retenu un large éventail de seuils d'endettement et non pas uniquement 90 %.
- Au lieu de nous limiter à la période durant laquelle la dette dépasse un certain niveau, nous avons analysé la croissance sur une période donnée indépendamment de la situation d'endettement.

Cette méthode a cela d'avantageux qu'elle évite d'accorder une pondération excessive aux pays qui ne parviennent pas à réduire leur endettement, problème qui se produit lorsque l'analyse se limite aux épisodes où la dette se maintient au-dessus d'un certain seuil. Nous avons retenu aussi bien les pays qui parviennent à faire redescendre leur dette en dessous d'un certain niveau (réussites) que ceux qui n'y sont pas parvenu (échecs). Les études qui se limitent aux périodes durant lesquelles l'endettement dépasse un certain seuil ne s'intéressent implicitement qu'aux échecs.

Nous avons en outre établi qu'un nouvel épisode ne pouvait survenir que 15 ans après le précédent pour éviter de compter deux fois des épisodes qui se chevauchent. Nous avons décidé de retenir cette longue période, car la réduction de

la dette s'inscrit en général dans la durée. Cela étant, les résultats étaient comparables avec un créneau de 10 ans. Nous avons également posé comme condition que tout nouvel épisode devait commencer par le dépassement d'un seuil donné. Il s'ensuit donc qu'un même pays ne connaît qu'un nombre relativement faible d'épisodes qui — chose importante — présentent tous la même pondération pour le calcul des moyennes. En revanche,

Reinhart et Rogoff (2010) accordaient la même pondération à chaque pays indépendamment du nombre d'années durant lesquelles l'endettement était faible ou élevé. Comme le signalent Herndon, Ash et Pollin (2013), des pondérations distinctes peuvent aboutir à des conclusions sensiblement différentes quant à l'existence d'un effet de seuil manifeste.

Le court terme

Nous avons d'abord examiné le lien à court terme entre dette et croissance, suivant en cela une démarche comparable à celle de Reinhart et Rogoff. Le graphique 1 montre le taux de croissance moyen du PIB réel par habitant (après inflation) durant l'année qui suit le franchissement d'un seuil donné de dette/PIB. Comme Reinhart et Rogoff, nous avons constaté que la croissance du PIB est particulièrement faible durant l'année qui suit le dépassement d'un seuil de 90 %. Il apparaît que la croissance moyenne du PIB est d'environ 2 % dans les pays dont la dette est inférieure à 90 % et qu'elle chute à quelque -2 % dans ceux où le ratio est supérieur à ce niveau. En outre, la partie ombrée du graphique 1 — qui correspond au degré d'incertitude lié à nos estimations — révèle des comportements de croissance fort différents dans les pays dont la dette dépasse 90 %.

Il ne serait cependant pas avisé de chercher une relation de causalité entre dette et croissance à la lecture du graphique 1,

car il est possible que ce soit un faible niveau de croissance qui provoque une augmentation de la dette, c'est-à-dire le lien de causalité inverse évoqué plus haut. Lorsque le ratio dette/PIB dépasse 90 %, les pays peuvent certes traverser une période de turbulence qui provoque un repli sensible de la croissance, mais on ne saurait exclure que ce dépassement du seuil soit imputable à d'autres facteurs qui provoquent un tassement du PIB et des recettes fiscales et, partant, la nécessité d'un endettement plus élevé.

Les études qui se limitent aux périodes durant lesquelles l'endettement dépasse un certain seuil ne s'intéressent implicitement qu'aux échecs.

Qui plus est, au vu du degré d'incertitude exprimé par la bande ombrée, ces résultats sont relativement fragiles et par trop tributaires des observations aberrantes. Par exemple, au Japon le ratio dette/PIB a bondi de 133 % en 1943 à 204 % en 1944 et le taux de croissance en 1945 s'est situé à -50 %. À elle seule, cette observation entraîne une réduction considérable de la croissance moyenne des pays dont l'endettement avait dépassé 135 % du PIB.

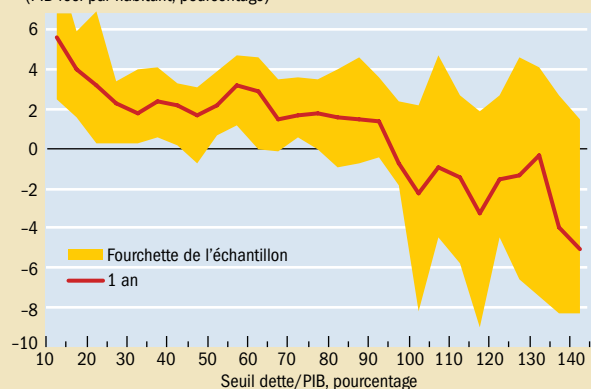
L'utilisation de périodes plus longues permet d'atténuer le biais provoqué par une causalité inverse, par les points aberrants similaires à ceux de la chute de la croissance au Japon en 1945 et par les effets des variables qui ont pu être omises. On citera

Graphique 1

Obstacles à court terme

À l'horizon d'un an, la croissance du PIB semble ralentir à mesure qu'augmente le ratio dette/PIB, et chuter sensiblement lorsque le seuil de 90 % est franchi.

(PIB réel par habitant, pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Note : Le couloir ombré dénote le degré de dispersion des résultats. Il correspond à ce qu'il est convenu d'appeler la fourchette interquartile, c'est-à-dire la fourchette de 50 % au centre de l'échantillon. L'échantillon couvre 34 pays avancés de 1875 à 2011.

parmi ces dernières les stabilisateurs automatiques tels que l'assurance-chômage ou la progressivité des taux d'imposition sur le revenu. En période de faible croissance, le jeu des stabilisateurs automatiques tend à produire une détérioration du solde primaire (à savoir le solde budgétaire avant charges d'intérêts) et, partant, une augmentation de la dette à court terme. Dans le même ordre d'idées, et dans une logique encore plus mécanique, une récession pousse à la hausse le ratio dette/PIB, car le dénominateur (le PIB) diminue. Si tant est qu'un endettement élevé (c'est-à-dire supérieur à un seuil donné) freine la croissance, pour le moins sur le court terme, nous devrions nous attendre à une faible croissance, non seulement durant l'année qui suit le dépassement du seuil, mais aussi durant les années suivantes.

Une perspective à plus long terme

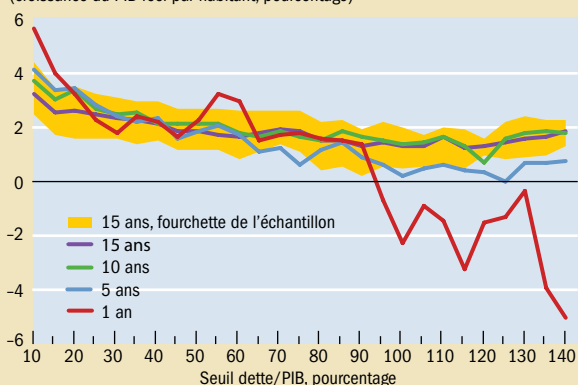
Le graphique 2 montre la croissance des mêmes épisodes, mais avec des horizons plus éloignés de 5, 10 et 15 ans. Par rapport à l'intervalle d'un an, l'effet d'un endettement élevé est inférieur sur cinq ans et il est encore plus faible sur 10 et 15 ans. Il importe de souligner que si le lien entre endettement et perte de croissance subsiste, il n'existe plus de seuil particulier au-delà duquel la croissance se détériore nettement. Cela tient sans doute à ce que l'effet observé à l'horizon d'un an est temporaire et qu'il révèle vraisemblablement une logique où la faible croissance provoque un endettement élevé plutôt que l'inverse. Ce constat est renforcé par l'observation que l'affaiblissement du lien entre croissance et dette sur le plus long terme ne s'explique pas par un repli du ratio dette/PIB une fois franchi un seuil de référence élevé. Le ratio d'endettement tend certes à diminuer lorsqu'il atteint des niveaux particulièrement élevés, mais le processus est extrêmement lent.

Graphique 2

Une embellie sur le long terme

Dans les 5, 10 et 15 années qui suivent le dépassement du seuil d'endettement, la croissance est nettement supérieure à ce qu'elle était au bout d'un an.

(croissance du PIB réel par habitant, pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Note : Le couloir ombré dénote le degré de dispersion des résultats à l'horizon 15 ans.

Il correspond à ce qu'il est convenu d'appeler la fourchette interquartile, c'est-à-dire la fourchette de 50 % au centre de l'échantillon. L'échantillon couvre 34 pays avancés de 1875 à 2011.

La trajectoire de la dette importe

Pour l'instant nous nous sommes limités aux épisodes où le ratio dette/PIB dépasse un seuil donné. Qu'en est-il des cas où le ratio est élevé mais en repli? Pour répondre, nous avons recensé tous les épisodes où la dette descendait en dessous d'un certain niveau. Le graphique 3 compare la croissance durant ces épisodes et les épisodes précédents. La plage de gauche montre que la forte réduction de la croissance constatée dans l'année qui suivait le dépassement du seuil d'endettement de 90 % n'apparaît plus dans le cas de pays dont l'endettement est élevé mais en repli. En fait, même les pays qui ont un ratio d'endettement de l'ordre de 130 % à 140 %, mais dont la tendance est baissière, ont enregistré des taux de croissance solides. Il s'ensuit qu'à lui seul un endettement élevé ne peut pas expliquer un faible taux de croissance durant ces épisodes. Qui plus est, la plage de droite montre que la trajectoire initiale de la dette continue d'être importante même au bout de 15 ans, et le repli de la dette est lié à une croissance plus forte. Autrement dit, la trajectoire de la dette semble être un prédicteur important de croissance, ce qui conforte l'idée que le niveau de la dette à lui seul ne suffit pas à prédire la croissance future.

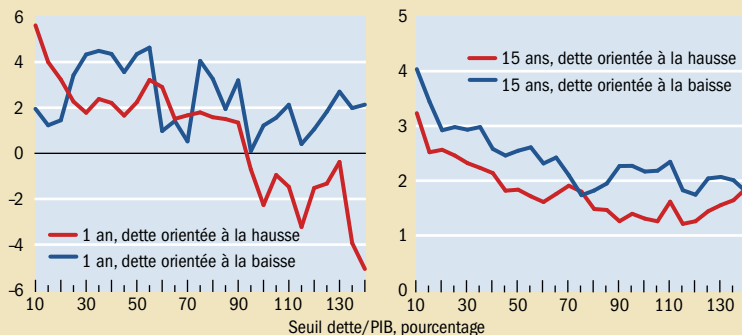
Les épisodes examinés couvrent la période allant de 1875 à la fin du 20^e siècle, durant laquelle la croissance moyenne a enregistré de fortes variations, allant des minima de la Grande Dépression, durant les années 30, aux maxima des années 50. Il est donc possible que nos résultats soient déformés, par exemple, par le niveau de croissance généralement élevé qu'ont connu tous les pays au sortir de la Deuxième Guerre mondiale. Pour faire la part de cette éventualité, nous avons comparé le taux de croissance moyen d'un pays donné durant un épisode avec la moyenne simple des taux de croissance de tous les pays durant la même période. Le graphique 4 reproduit la plage de droite du graphique 3, en remplaçant la croissance absolue de chaque épisode par cette croissance relative. Nous avons ainsi constaté qu'en général la croissance des pays fortement endettés est relativement proche de celle des pays comparables avec un niveau de dette inférieur. Les écarts sont inférieurs à ½ % par an, hormis dans le cas des pays les moins endettés, où la différence peut être plus importante. Nous avons en outre constaté que la trajectoire de la dette d'un pays continue d'avoir son importance. Parmi les pays qui présentent le même niveau d'endettement, la croissance durant les 15 années suivantes est meilleure dans ceux où la dette est initialement en repli que dans ceux où elle est initialement en hausse. L'écart est statistiquement significatif pour l'ensemble de l'échantillon. Il est particulièrement frappant lorsque les ratios d'endettement se situent entre 90 % et 115 % du PIB (la croissance moyenne étant supérieure de ½ point de pourcentage). Qui plus est, il n'y a pas de seuil particulier qui, une fois franchi, entraîne une faible croissance. En fait, il ressort du graphique 4 que les pays dont l'endettement se situe entre 90 % et 110 % du PIB enregistrent de meilleurs résultats que les autres pays comparables lorsque la dette suit une trajectoire descendante. On peut pour le moins en déduire que le niveau d'endettement à lui seul ne suffit pas à expliquer le potentiel de croissance d'un pays, et que les pays qui ont réussi à gérer leur déficit budgétaire (à en juger par une diminution du niveau d'endettement) ont peut-être devant eux des perspectives de croissance en dépit d'un niveau élevé d'endettement.

Graphique 3

L'orientation a son importance

Aussi bien dans l'année qui suit le dépassement d'un seuil donné, que dans les 15 années qui le suivent, le taux de croissance du PIB est supérieur lorsque la dette est orientée à la baisse.

(croissance du PIB réel par habitant, pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

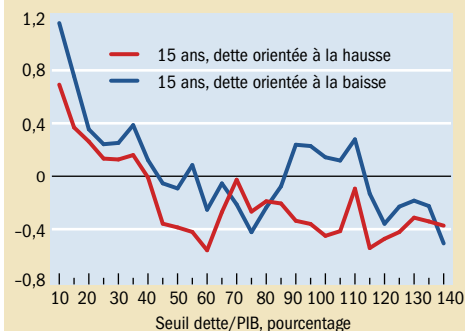
Note : L'échantillon comprend 34 pays avancés sur la période 1875-2011.

Graphique 4

Peu de différence

Le taux de croissance des pays fortement endettés est relativement proche de celui des pays comparables moins endettés.

(croissance du PIB réel par habitant, écart par rapport à la moyenne)



Source : calculs des auteurs.

Note : L'échantillon comprend 34 pays avancés sur la période 1875-2011.

Pas de seuil unique

Notre analyse des données historiques montre qu'il n'existe pas de seuil unique au-delà duquel le ratio d'endettement compromet gravement les perspectives de croissance à moyen terme. Bien au contraire, le lien entre dette et croissance à des niveaux d'endettement élevés devient plutôt ténu hormis dans le très court terme, notamment par rapport à la croissance moyenne des pays comparables. Qui plus est, nous avons constaté que la relation entre niveau d'endettement et croissance est influencée par la trajectoire de la dette : l'histoire nous montre que les pays dont la dette est élevée mais en repli connaissent une croissance tout aussi forte que celle des autres pays comparables.

Notre analyse, comme les autres qui l'ont précédée, appelle à la prudence et nous mettons en garde contre toute conclusion hâtive. Par exemple, bien que notre méthodologie ait pour effet d'atténuer les problèmes de causalité inverse à court terme (où une faible croissance entraîne de façon presque mécanique une augmentation de la dette), elle ne permet pas de cerner de façon catégorique la relation structurelle entre dette et croissance.

Cela dit, les résultats de notre analyse permettent à première vue de tirer d'importantes conclusions sur le plan pratique. Premièrement, les niveaux d'endettement ne sont pas des prédictifs fiables des résultats de croissance et donc les politiques visant à renforcer la croissance doivent s'appuyer sur plusieurs autres facteurs. Deuxièmement, le fait qu'un niveau d'endettement élevé, lorsqu'il est en repli, n'ait pas d'incidence négative sur la croissance invite à un plus grand optimisme quant aux perspectives des pays aujourd'hui fortement endettés. Troisièmement, le fait qu'il n'y ait pas de seuil bien défini au-delà duquel les perspectives de croissance sont gravement compromises signifie que les pays peuvent se centrer sur les effets nets à moyen terme des politiques de stabilisation au lieu de s'inquiéter des conséquences d'un dépassement à court terme d'un seuil d'endettement donné.

Cela devrait tout au moins donner aux décideurs une plus grande marge de manœuvre dans la définition de la trajectoire optimale vers l'objectif ultime d'une réduction des ratios d'endettement. ■

Andrea Pescatori et Damiano Sandri sont économistes au Département des études du FMI. John Simon a été économiste principal du Département des études du FMI et occupe actuellement le poste de vice-directeur des études de la Reserve Bank of Australia.

Le présent article s'inspire du document de travail du FMI 14/34 de 2014 des mêmes auteurs : Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?

Bibliographie :

Abbas, S. M. Ali, Nazim Belhocine, Asmaa A. ElGanainy, and Mark A. Horton, 2010, "A Historical Public Debt Database," IMF Working Paper 10/245 (Washington: International Monetary Fund).

———, 2011, "Historical Patterns and Dynamics of Public Debt—Evidence from a New Database," IMF Economic Review, Vol. 59, No. 4, p. 717–42.

Herndon, Thomas, Michael Ash, and Robert Pollin, 2013, "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff," Political Economy Research Institute Working Paper No. 322 (Amherst, Massachusetts).

Maddison, Angus, 2003, The World Economy: Historical Statistics (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development).

Panizza, Ugo, and Andrea F. Presbitero, 2012, "Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?" MoFIR Working Paper No. 65 (Ancona, Italy: Money and Finance Research Group).

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2010, "Growth in a Time of Debt," American Economic Review, Vol. 100, No. 2, p. 573–78.

Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2012, "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800," Journal of Economic Perspectives, Vol. 26, No. 3, p. 69–86.