

Dettes nationales et croissance économique: théorie et empirisme

Si elle n'y était pas encore sensible, l'opinion publique aura pris conscience du problème de «la dette publique excessive» au moment de la crise de l'endettement européen, lorsque le gouvernement grec appela ses partenaires à la rescousse pour sauver son pays de la faillite. La crise économique européenne, caractérisée par une forte récession dans les pays lourdement endettés, a ravivé le débat sur le lien entre dette publique et croissance économique. L'article ci-contre traite de ces éventuels rapports d'un point de vue théorique et empirique.

1 Reinhart Carmen et Rogoff Kenneth, *Growth in a Time of Debt*, 2010.

2 Pour la majeure partie de ces pays industrialisés, les auteurs sont remontés jusqu'au XIX^e siècle, voire même jusqu'en 1790 pour les États-Unis. Dans les PED, l'étude est généralement allée jusqu'au milieu du XX^e siècle.



Aux États-Unis, le déficit et la dette sont également montés en flèche au moment de la crise financière et de la récession qui s'en est suivie. L'État a en grande partie compensé la consommation privée qui s'est effondrée suite à la crise.

Photo: Keystone

Depuis l'éclatement de la crise de l'endettement européen, la Grèce puis deux autres pays de la zone euro ont dû demander de l'aide. La récession plus ou moins grande qui règne dans ces pays force à croire qu'il existe un rapport négatif entre l'importance de l'endettement et la croissance économique. Cette corrélation semble encore plus confirmée par une très vaste étude citée à maintes reprises et qui a été présentée en janvier 2010 par les économistes *Carmen Reinhart* et *Kenneth Rogoff*¹. Celle-ci analyse des données relatives à la croissance, l'inflation et le taux d'endettement de 20 pays industrialisés et 24 pays en développement (PED), collectées sur de très longues périodes². Il en découle principalement qu'avec un taux d'endettement

supérieur à 90% du produit intérieur brut (PIB), la moyenne ainsi que la médiane de la croissance économique des pays industrialisés correspondent plus ou moins à la moitié seulement du niveau des autres relevés, et même à un quart pour les PED (voir *graphique 1*). Cependant, les auteurs n'ont – délibérément – émis aucune hypothèse sur les éventuels liens de cause à effet entre ces deux indicateurs. Nous chercherons à les situer dans ce qui suit.

Effet d'éviction keynésien et équivalence ricardienne

Selon la *théorie keynésienne traditionnelle de l'évolution conjoncturelle déterminé par la demande*, l'impact des déficits – autrement dit de l'augmentation des dettes publiques – sur la croissance est jugé positif. Dans le cas d'une sous-activité, une augmentation des dépenses entièrement financée par les impôts, donc implicitement *sans* impact sur la dette publique, induit une hausse équivalente du PIB («Balanced Budget Multiplier»). Une majoration des dépenses financée par le marché des capitaux, donc *augmentant* la



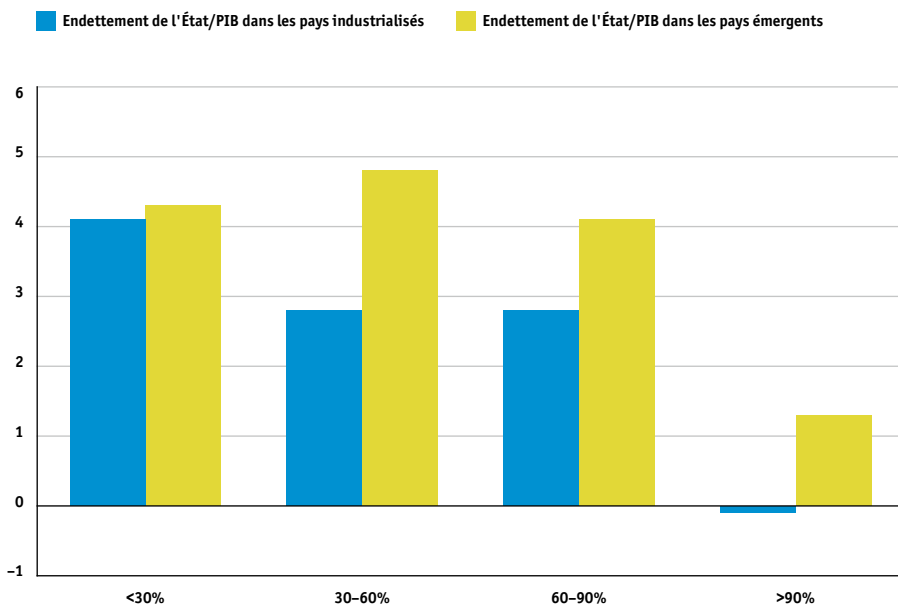
Oliver Adler
Global Economic
Research, Credit Suisse SA



Marcel Thieliant
Global Economic
Research, Credit Suisse SA

Graphique 1

Dette publique et croissance



Remarque: croissance moyenne du PIB, 1946-2009.

Source: Reinhart et Rogoff / La Vie économique

dette, peut avoir un impact plus fort sur la croissance, puisque les charges fiscales ne freinent plus la demande. En d'autres termes: dans ce cas précis, la corrélation entre dette publique et croissance est clairement *positive*.

L'impulsion extrêmement positive provoquée par le financement du déficit et de la dette peut être limitée de *deux manières* au moins. Premièrement, et tout particulièrement dans une économie *fermée* n'ayant accès à aucun grand marché mondial des capitaux, les emprunts de l'État accroissent les taux d'intérêts réels sur le marché national des capitaux et réduisent ainsi la demande en investissements privés et éventuellement la consommation (*effet dit d'éviction*). Dans une économie *ouverte* avec des cours de change flexibles (*modèle de Mundell-Fleming*), cet effet sur les intérêts aboutit également à une valorisation de la monnaie et, par conséquent, à la baisse des exportations et à la dégradation du bilan extérieur, ce qui réduit l'impact généré par l'accroissement de la demande publique.

Quoi qu'il en soit, face à une sous-activité dans des conditions normales, l'augmentation des dépenses publiques devrait avoir un effet positif sur la croissance, même – ou précisément – lorsque elle est financée par la dette. La théorie de l'*équivalence ricardienne* avancée par *Robert Barro* constitue, néanmoins, une exception. Selon celle-ci, en finançant l'augmentation des dépenses publiques par le déficit, on peut s'attendre à ce

que les impôts soient nécessairement augmentés pour servir ou rembourser la dette. Devant cette perspective, les consommateurs et les entreprises augmentent leur taux d'épargne dans le but de disposer de moyens suffisants pour compenser les futures charges fiscales. On pourrait également envisager un tel effet dans le cas d'un transfert intergénérationnel de cette charge fiscale, dont l'intérêt n'est cependant vrai que pour la génération actuelle (*chevauchement des générations*)³. L'effet expansif des dépenses publiques s'évanouit tout du moins dans ces différents cas de figure. L'augmentation de la dette ne devrait, cependant, pas non plus avoir d'effet négatif sur la croissance.

La dette publique dans les modèles de croissance

Les modèles keynésiens, tels que ceux susmentionnés, ne se préoccupent jamais des facteurs déterminant la croissance à long terme, mais uniquement des fluctuations à court et moyen termes suivant une *ligne de croissance* à plus long terme. Si l'on cherche donc à faire le rapprochement entre la dette publique et la croissance à long terme, il convient de se référer à des modèles qui tiennent compte des facteurs déterminants. Le modèle le plus classique est celui de *Robert Solow*⁴, pour lequel les revenus sont générés par deux facteurs: le travail et le capital. Le stock de capital est financé par l'épargne des travailleurs, laquelle est, à son tour, investie. Plus le *taux d'épargne* (= *taux d'investissement*) augmente, plus le revenu par habitant est élevé. Alors que, dans ce modèle et durant une certaine période de transition, le taux d'épargne en hausse accroît les investissements et la croissance, le rendement marginal du capital supplémentaire, lui, diminue. Sur le long terme, la croissance du PIB est stimulée par l'augmentation de la population active et le progrès technique exogène.

Bien que les interventions de l'État n'aient là non plus et par définition aucune influence sur la croissance à très long terme provenant de la technologie et de la démographie, elles peuvent influencer à long terme sur la *prosperité* de l'économie nationale (mesurée sur la consommation la plus durable durant cette période). Dans le *modèle de Solow*, le taux d'épargne des ménages est déterminé par leur préférence temporelle. Si celle-ci est moindre, ils épargneront beaucoup, et inversement. En fonction de l'idéal social, l'épargne peut être soit trop faible, soit trop importante. À supposer que les ménages aient une faible propension à la consommation et épargnent beaucoup (exemple du Japon), la tendance sera au surinvestissement,

3 Robert Barro, «Are Government Bonds Net Wealth», *Journal of Political Economy*, 1974. La neutralité ou encore l'effet nul des dépenses publiques financées par la dette est souvent appelé «équivalence ricardienne». Ce terme se réfère à une analyse de l'économiste anglais David Ricardo. Dans son essai intitulé «Essay on the Funding System» de 1820, Ricardo se demande si une guerre financée par les impôts et une autre financée par une obligation de même valeur actualisée auraient les mêmes effets économiques. Lui-même en arrive à la conclusion qu'une hausse des impôts nuirait plus à la consommation qu'un financement par déficit, sachant que les contribuables ne tiennent pas compte de l'avenir de manière absolue lorsqu'ils agissent.

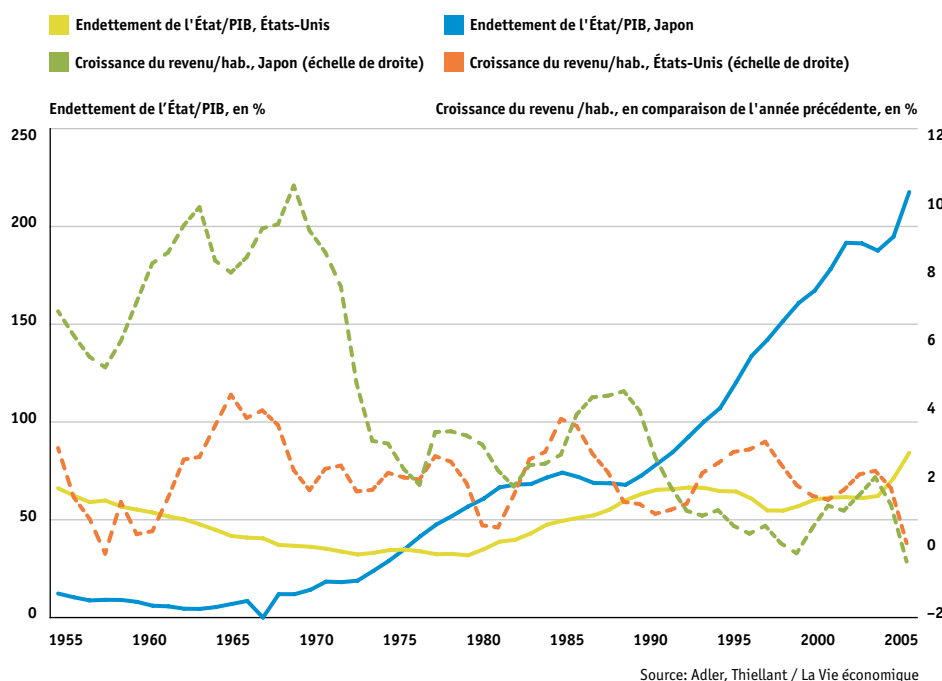
4 Robert M. Solow, «A Contribution to the Theory of Economic Growth», *Quarterly Journal of Economics*, 1956.

5 Peter A. Diamond, «National debt in a neoclassical growth model», *The American Economic Review*, 1965.

6 Gilles Saint-Paul, «Fiscal policy in an endogenous growth model», *Quarterly Journal of Economics*, 1992.

Graphique 3

Endettement de l'État et croissance à long terme: comparaison entre les États-Unis et le Japon, 1955-2005



accompagné d'une chute du rendement marginal du stock de capital (trop élevé). Si tel est le cas, l'idéal veut que l'État s'endette sur le marché des capitaux et effectue lui-même les dépenses de consommation. Dès lors, l'endettement entraîne également la hausse des intérêts et la baisse de l'intensité du capital économique. Ainsi, l'économie se rapproche de ce que l'on appelle la *règle d'or de l'accumulation*.

Inversement, face à un taux d'épargne privé trop faible, l'État pourrait décider de

le stimuler par une hausse des impôts, de mettre des moyens à la disposition des entreprises et d'accroître ainsi le stock de capital et le revenu par habitant. Ces mécanismes sont décrits dans un récent article scientifique rédigé par le prix Nobel et candidat au comité du marché ouvert de la Réserve fédérale Peter A. Diamond⁵. Naturellement, on peut supposer qu'avec ce modèle, l'État ne mène pas une politique optimale. Si le taux d'endettement public est trop important, l'économie entière consomme trop et n'investit pas assez à long terme. Le revenu par habitant finit alors par être plus faible que ce que les possibilités technologiques permettraient. Dans ce cas, nous observerions un effet d'éviction, comme dans le modèle cyclique keynésien.

Selon des modèles de croissance plus récents, où contrairement au modèle de Solow le progrès technologique est considéré comme *endogène*, les fluctuations de la dette publique ne contribuent en rien à atteindre un taux d'épargne et d'investissement optimal. Ce que l'on recherche ici, ce sont des subventions directes ou des impôts sur les investissements⁶. À l'inverse, cela signifie que les incitations fiscales négatives peuvent être nuisibles à la croissance. Si la mise en place de tels impôts était motivée par le financement d'un fort endettement public, nous aurions là une corrélation indirecte entre croissance et dette publique. Néanmoins, les impôts et autres réglementations néfastes à la croissance ne sont en aucune façon l'apanage des pays fortement endettés.

Primes de risque et effets de croissance

Tant dans le modèle keynésien que dans le modèle économique classique, les éventuels effets négatifs de la dette publique sur la conjoncture et donc sur le niveau de consommation proviennent de l'augmentation du niveau réel des intérêts qui affaiblissent l'investissement. Les effets négatifs de l'endettement public sur la croissance économique peuvent également avoir d'autres origines: face à des dettes élevées et croissantes, les investisseurs peuvent craindre les défauts de paiement. Une telle situation pourrait aussi être la suite indirecte d'une dette *inflationniste*. En effet, une crise d'endettement s'accompagne bien souvent d'une crise monétaire. Dans l'un ou l'autre des cas, nous pouvons nous attendre à une hausse des primes de risque sur les emprunts d'État, laquelle ferait grimper les coûts de financement pour le secteur privé comme pour le secteur public. L'économie en pâtirait puisque les intérêts des emprunts d'État déterminent généralement le niveau d'intérêt

Encadré 1

Réflexions sur le Japon et les États-Unis

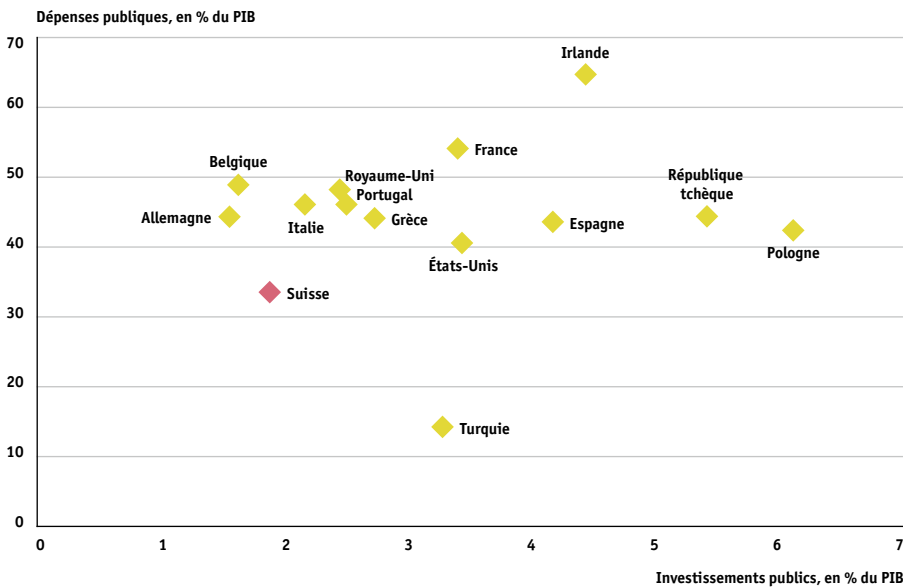
Au-delà des pays européens actuellement en crise, les États-Unis et encore plus le Japon sont souvent évoqués comme des nations dans lesquelles le niveau élevé et croissant de la dette pourrait avoir un impact néfaste sur la croissance ou semble déjà en avoir un dans le cas du Japon. Toutefois, la corrélation n'est là non plus pas clairement démontrée. Dans les deux cas, une part considérable de l'accroissement de la dette est d'origine endogène. Le Japon a constaté une hausse massive de son déficit suite à l'éclatement de la bulle immobilière survenue à la fin des années quatre-vingt. Aux États-Unis, le déficit et la dette sont également montés en flèche au moment de la crise financière et de la récession qui s'en est suivie. L'État a en grande partie compensé la consommation privée qui s'est effondrée suite à la crise. Évidemment, dans ces deux pays, les déficits fiscaux structurels ont augmenté en raison de la hausse des dépenses et de la baisse des impôts. Il est cependant difficile de dire si la croissance a souffert en retour du déficit et de la

dette. Dès le milieu des années septante, le Japon est passé d'une croissance excessive stimulée par le surinvestissement à une croissance régressive, bien avant la nette augmentation des dettes (voir *graphique 3*).

Dans le cas des États-Unis, nous n'observons quasiment pas non plus de corrélation entre la dette publique et la croissance économique. À l'approche de la fin de la Seconde Guerre mondiale, la hausse considérable du taux d'endettement et le niveau très élevé de la croissance s'expliquent tous deux par le financement de la guerre. Jusque dans les années septante, les dettes ont été largement épurées, la croissance a toutefois plutôt régressé. À notre avis, il n'est nullement dit que la récente augmentation des dettes conduira à une réduction durable de la croissance américaine. Les taux d'intérêt ne donnent en tout cas aucun signe d'un éventuel effet d'éviction au Japon ou aux États-Unis. Le taux réel reste dans les deux pays à un niveau extrêmement bas.

Graphique 2

Part des dépenses de l'État et investissements publics



Source: Ameco / La Vie économique

Tableau 1

Résultats de Kumar et Woo

Variable dépendante: croissance du revenu par habitant, pays industrialisés, 1970–2007	Moindres carrés ordinaires	Méthode des moments généralisés
	Revenu par habitant, période précédente	-2.187***
Durée moyenne de scolarisation	2.863***	4.161**
Taux d'inflation, période précédente	-2.234***	-2.296
Part des dépenses publiques, période précédente	0.087**	0.168
Ouverture commerciale, période précédente	0.001	-0.004
Profondeur du marché financier, période précédente	0.019***	0.026***
Croissance des termes de l'échange	-0.019	-0.025
Crise bancaire	-0.728**	-1.519
Déficit budgétaire	-0.044***	-0.036*
Dette publique, période précédente	-0.018**	-0.02**

Remarque: niveaux de signification: *** 1%, ** 5%, * 10%.

Source: Kumar et Woo (2010) / La Vie économique

Consommation publique contre investissement public

Tous les modèles susmentionnés conçoivent les dépenses publiques comme une forme de consommation et non comme des investissements. Par conséquent, le déficit fiscal et l'augmentation des dettes sont considérés comme le résultat d'une consommation en hausse et l'on considère, par exemple dans le cas d'un effet d'éviction, qu'ils se substituent généralement aux investissements privés. En réalité, les dépenses publiques ne résultent évidemment pas de la seule consommation. Nombre de biens et de prestations publics, qu'il s'agisse de projets d'infrastructure ou de prestations du système éducatif, constituent une forme d'investissement. Dans la mesure où le secteur privé ne les propose pas ou du moins pas efficacement, ils devraient en principe stimuler la croissance et donc logiquement s'autofinancer. Néanmoins, il n'est pas systématiquement prouvé que les pays où la part des dépenses publiques est la plus élevée sont les plus enclins aux investissements publics (voir *graphique 2*). Les gouvernements les plus lourdement endettés ont même tendance à moins investir que ceux dont la dette publique est faible.

Résultats empiriques

Si nous avons énuméré ci-dessus divers effets positifs et négatifs possibles de la dette publique sur la santé économique d'un pays, les tests empiriques sur cet enchaînement de conséquences mettent les économistes face à certaines interrogations. Tout d'abord, la *question de la causalité*: la croissance est-elle faible parce que les dettes sont élevées ou bien les dettes sont-elles élevées parce que la croissance est faible? Pour élucider cette question d'endogénéité, il existe diverses approches. *Kumar et Woo (2010)*⁸, pour leur part, analysent la corrélation entre le taux d'endettement initial et la croissance du revenu par habitant sur les cinq années suivantes dans 38 pays industrialisés et émergents. Ceci n'exclut, toutefois, pas que ces deux variables puissent être influencées par des facteurs tiers. Une autre possibilité consiste à régler ce problème d'endogénéité par le biais de *méthodes statistiques*⁹. *Kumar et Woo* arrivent à la conclusion (voir *tableau 1*) qu'indépendamment de l'approche économétrique appliquée, une forte dette publique réduit effectivement la croissance, en raison notamment de la moindre progression du stock de capital. Ce résultat concorde avec l'effet d'éviction évoqué plus haut, tant dans le modèle économique

de l'économie globale. De tels effets peuvent aussi provenir indirectement du fait que la confiance des consommateurs ou des entreprises est trahie et donc que la motivation à participer à l'activité économique est largement affaiblie lorsque l'amortissement de la dette incombe aux créanciers plutôt qu'aux débiteurs. Au cours des dernières décennies, ces méthodes ont souvent été analysées en les rapprochant du problème de la dette (*excédent de la dette*) et des crises d'endettement dans les PED⁷. Si, dans ce genre de situation, une annulation de la dette ou, pour une raison ou une autre, une résorption massive de celle-ci anéantit ces effets négatifs, les performances économiques peuvent au contraire s'accroître.

7 Par exemple: Paul Krugman, *Financing versus Forgiving a Debt Overhang*, NBER Working Paper n° 2486, 1988; Jeffrey Sachs, *The Debt Overhang of the Developing Countries*, 1989.

8 Kumar et Woo, *Public Debt and Growth*, IMF Working Paper 10/174, 2010.

9 Appellées «Méthodes des moments généralisés».

Tableau 2

Variable dépendante: croissance du revenu par habitant dans les pays émergents

Variable indépendante	Coefficient
Constante	0.3583
Niveau du revenu par habitant en USD, période précédente	-0.0005**
Dette publique en % du PIB, période précédente	-0.0113*
Investissements en % du PIB	0.0519
Consommation publique en % du PIB	0.2474**

Tableau 3

Variable dépendante: croissance du revenu par habitant dans les pays industrialisés

Variable indépendante	Coefficient
Constante	9.1375***
Niveau du revenu par habitant en USD, période précédente	-0.0002***
Dépenses publiques en % du PIB	-0.1183***
Investissements en % du PIB	0.1022*
Dette publique en % du PIB, période précédente	0.0060
Déficit budgétaire structurel en % du PIB	0.0213

Remarque: niveaux de signification: *** 1%, ** 5%, * 10%.

Source: Adler, Thiellant / La Vie économique

keynésien que dans celui défendu par les néoclassiques.

Nous avons procédé à un certain nombre d'estimations. Celles-ci révèlent que de fortes dettes publiques n'ont une influence négative importante sur le revenu par habitant que dans les pays émergents (voir *tableau 2*) et non dans les pays industrialisés (voir *tableau 3*). Cela pourrait être lié au fait que seuls des pays émergents se sont retrouvés dans une situation d'insolvabilité au cours des dernières décennies, si bien que l'accumulation de dettes a dû entraîner une hausse plus marquée des primes de risque. Dans ce cas précis, les défauts de paiement, qui vont de pair avec un net recul de la dette publique, devraient en fait induire une accélération de la croissance. Nous ne trouvons, cependant, aucune statistique probante pouvant étayer cette hypothèse. Ceci peut s'expliquer par le fait qu'un défaut de paiement s'étend souvent sur de longues années avant qu'un accord ne soit trouvé avec les créanciers. A priori, nous ne savons pas précisément si l'annulation de la dette souvent nécessaire est décidée dès lors qu'un État est insolvable ou seulement après qu'un accord a été conclu avec les créanciers.

Le coût des crises d'endettement représente le problème central

Ni l'approche théorique ni l'approche empirique n'apportent la preuve d'une corrélation entre la dette publique et les perspectives économiques d'un pays. Les résul-

tats présentés ci-dessus indiquent, toutefois, qu'un fort niveau d'endettement s'avère souvent néfaste. Il y a tout particulièrement de fortes chances pour que les PED soient vulnérables en cas d'endettement important. Selon nous, ceci semble tout d'abord provenir du fait que dans ces pays, du moins autrefois, une hausse importante de la dette augmentait la probabilité d'une crise. En période de «boom», ils s'endettaient fortement à l'étranger et la demande intérieure était stimulée. Cela se traduisait par une dégradation significative de la balance extérieure associée à une surévaluation de la monnaie. La perte de compétitivité, et non le niveau d'endettement en soi, a augmenté les chances de voir une crise éclater.

Le même mécanisme semble avoir opéré dans le cas des trois pays européens «périphériques» en crise. En dehors de la Grèce, le taux d'endettement au début de la récession n'était pas excessivement élevé, il était même extrêmement bas en Irlande, mais une forte hausse des salaires a amoindri la compétitivité et conduit à des réajustements. À cela s'ajoutent, dans le cas de l'Irlande, un secteur immobilier surchauffé et un secteur bancaire en plein marasme fragilisant considérablement le pays. Enfin, après que la crise de l'endettement a frappé de plein fouet, les effets négatifs sur l'économie sont sensibles. À l'exception de l'Irlande, une politique budgétaire prudente et un faible niveau d'endettement auraient certainement réduit le risque de crise. Ceci s'applique aussi bien aux PED et aux petites nations de la zone euro qu'aux grandes puissances européennes. ■