



Au-delà de 90% du PIB, la dette publique est-elle nuisible ?

6 juin 2011

En ces temps de hausse brutale des dettes publiques dans les pays de l'OCDE, de crise de financement des dettes souveraines dans certains Etats de la zone euro, de risque de dégradation de la qualité de la dette publique des pays les mieux notés, deux économistes américains, C.M. Reinhart et K.S.Rogoff^[1] ont publié un ouvrage et un article sur la relation entre niveau de dette publique et croissance à long terme. Pour alimenter leurs études, les deux auteurs ont construit une base de données colossale, couvrant huit siècles et soixante-dix pays, allant du défaut de paiement de l'Angleterre au 14^{ème} siècle jusqu'à la crise récente des *subprimes* aux Etats-Unis. A partir de leur analyse historique, les auteurs identifient 70 défauts de paiements sur la dette publique interne et 250 défauts de paiements sur la dette extérieure, et arrivent à la conclusion que les hauts niveaux de dette publique sont associés à une croissance plus faible. Selon leurs résultats, à partir et au-delà de 90 % de PIB de dette publique, le taux de croissance annuel médian chuterait de 1% à long terme et le taux de croissance moyen encore plus. Pour les pays émergents endettés en monnaie étrangère, ce seuil apparaît à 60 % du PIB de dette extérieure et le taux de croissance serait diminué de deux points. Au-delà de 60 %, le taux de croissance serait divisé par deux pour ces pays endettés en monnaie étrangère et à partir de 90 %, elle devient négative. Selon leur analyse, à partir d'un certain seuil de dette publique, différent selon que le pays soit endetté dans sa propre monnaie ou en monnaie étrangère, les Etats feraient défaut sur leur dette, ce qui les conduirait à des années de croissance lente, voir même négative, en raison du coût très élevé d'un tel choc. Ce travail unique et ambitieux doit être salué pour sa contribution au débat économique et permet de soulever la question de la soutenabilité de la dette publique. Cette publication a eu d'ailleurs un fort retentissement dans les milieux économiques mais aussi institutionnel et politique, permettant à de nombreux décideurs de justifier la mise en place de politiques budgétaires très restrictives pour éviter, coûte que coûte, le seuil fatidique de 90 % du PIB. Si ce résultat était robuste, il serait en effet urgent d'éviter la catastrophe financière car de nombreux pays approchent dangereusement ce ratio ou même le dépassent. Mais ce résultat fortement commenté est-il crédible ? Plusieurs éléments permettent de le contester.

Tout d'abord, la soutenabilité de la dette publique pour chaque pays dépend principalement de l'écart entre la croissance potentielle et le niveau des taux d'intérêts, eux-mêmes fixés par l'offre et la demande de titres publics. Ces taux vont donc dépendre à la fois de l'accroissement de l'offre de titres publics pour financer la dette supplémentaire mais aussi de la capacité de chacun des pays à capter leur épargne nationale mais aussi une partie de l'épargne mondiale. D'une part, cela veut dire qu'il n'y pas de situation absolue mais que des situations relatives. D'autre part, c'est cette capacité à attirer à la fois l'épargne nationale mais aussi l'épargne mondiale, qui repose sur une multitude de facteurs complexes, qui va être déterminante pour financer l'endettement public et déterminer son niveau de soutenabilité à long terme. Ces niveaux peuvent être donc très différents selon les pays.

80 % de la dette publique de l'OCDE seraient-ils menacés de défaut en 2012 ?

Chaque pays présente en effet un certain nombre de spécificités économiques : historique de l'endettement public passé et crédibilité à le contrôler, endettement en monnaie domestique

^[1] Reinhart C. and Rogoff K. (2009) : *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Reinhart, C. and Rogoff K. (2009) : "Growth in a Time of Debt", paper prepared for *American Economic Review Papers and Proceedings*, December 31.

ou étrangère, niveau de la dette privée (notamment bancaire), excès ou déficit d'épargne, position extérieure, croissance potentielle... Certains pays semblent pouvoir vivre avec une dette publique nettement supérieure à 90% sans être menacés de défaut. C'est le cas par exemple du Japon qui affiche actuellement une dette publique proche de 200 % du PIB, de la Belgique qui vit avec une dette publique supérieure à 100 % du PIB depuis le milieu des années 1980 et de l'Italie depuis le début des années 1990. A l'inverse, pour des raisons spécifiques, des pays comme le Portugal ou l'Irlande, qui affichent une dette publique, respectivement de 93 % et 96 % du PIB, seraient actuellement en situation de défaut de paiement si un mécanisme d'aide au refinancement pour les pays de la zone euro en difficulté n'avait pas été activé en Europe. D'autres pays, notamment les pays émergents, endettés en monnaie étrangère, peuvent être amenés à un défaut de paiement face à une crise de change de leur monnaie, avec un seuil de dette publique bien inférieur à 90 % du PIB. En effet, les pays endettés en monnaie étrangère s'exposent d'une part au risque de change et d'autre part ne peuvent recourir à l'émission monétaire pour financer leur dette.

Selon les dernières données de l'OCDE^[1], 10 pays de l'OCDE, dont les Etats-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, la France et l'Italie, auraient une dette publique brute supérieure à 90 % du PIB en 2012 (et 9 pays auraient une dette publique supérieure à 100 % du PIB), ces chiffres intégrant les politiques budgétaires restrictives annoncées dans les pays en 2011 et 2012. Or ces 10 pays représentent 80 % de la dette publique de l'ensemble des pays de l'OCDE. Parmi les grands pays les plus avancés économiquement, seule l'Allemagne, avec une dette publique brute de 87 % du PIB en 2012, ne ferait pas partie de la liste des pays ayant franchi la « ligne rouge ». Rappelons d'ailleurs que la frontière est trop mince pour conclure sérieusement que l'Allemagne est dans une situation radicalement différente de la plupart des autres grands pays de l'OCDE. Cependant, d'après les chiffres, doit-on en conclure que ces dix pays sont condamnés à connaître une croissance durablement plus faible que l'Allemagne. Malgré la mise en place de politiques budgétaires très restrictives, cette situation pourrait-elle alors déboucher sur un défaut de paiement de ces pays, près de 40 000 milliards de dollars de dette publique étant alors menacé de restructuration (ce qui représente environ 85 % du PIB annuel de l'ensemble des pays de l'OCDE).

Et l'environnement macroéconomique mondial dans tout ça?

Si 80 % de la dette publique de l'OCDE ne trouve plus d'acheteurs ou alors à des taux prohibitifs, vers où va alors se diriger l'épargne mondiale ? L'Allemagne, dont la dette publique ne représente que 6 % de la dette publique de l'OCDE, ne satisferait qu'une part très faible des épargnants mondiaux même avec des taux d'intérêts nuls. Cette épargne devrait alors être absorbée par les dettes privées. Mais comment les entreprises pourraient-elle augmenter drastiquement leur demande de financement et relancer l'investissement, même à des taux très faibles, dans une économie mondiale en dépression.

L'exemple récent de la hausse de l'ensemble des dettes publiques des pays de l'OCDE qui a augmenté de 43 % entre 2007 et 2010, soit un supplément de dette de 12 300 milliards de dollars, est particulièrement instructif. Si la dette publique était devenue insoutenable, cela aurait dû en effet conduire à une hausse vertigineuse des taux d'intérêt, les épargnants fuyant cette montagne de dette publique. Or, c'est exactement l'inverse qui s'est produit, les taux d'intérêt sur les obligations publiques à 10 ans baissant de 1,1 point en moyenne dans les pays de l'OCDE entre 2007 et 2010 en raison de la recherche de sécurité des investisseurs. L'augmentation de la demande de titres publics a donc excédé celle de l'offre sur cette période. Et pour des pays comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni ou la France, la baisse avoisine 1,5 point.

Quel lien peut-on en conclure entre niveau de dette publique et risque de défaut ? Pourquoi les investisseurs continuent à acheter massivement à long terme de la dette publique américaine, britannique et française alors que celle-ci va inévitablement dépasser 90 %, voire 100 % du PIB ? Pour répondre à cette question, il faut distinguer dans la dette publique celle qui est désirée et nécessaire au bon fonctionnement de l'économie de celle qui est déstabilisante pour le système. La dette désirée nécessaire varie en fonction de l'aversion au risque, des normes prudentielles des investisseurs institutionnels, du niveau d'épargne dans l'économie et de la dynamique de l'investissement des entreprises. Celle-ci augmente en

^[1] Perspectives économiques, OCDE, n°89, mai 2011.

période de récession et s'accompagne des taux bas en raison du « fly-to-quality ». Avec la crise financière, la dette publique désirée nécessaire a fortement augmenté, ce qui explique pourquoi les taux d'intérêt ont baissé dans de nombreux pays malgré l'accroissement spectaculaire de l'endettement public. En revanche, la dette déstabilisante, qui n'est pas soutenable, provoque une hausse des taux et une baisse durable de la croissance. Or c'est ce type de dette publique que les pouvoirs publics doivent réduire de façon urgente pour éviter de se trouver sur une trajectoire non soutenable des finances publiques. Il est donc important de distinguer ces deux types de dette pour évaluer correctement la soutenabilité. Mais cet exercice est délicat car d'une part la frontière entre les deux est difficile à déterminer avec précision et d'autre part celle-ci est mouvante car très dépendante de la situation macroéconomique mondiale.

Par ailleurs, les résultats décrits par Reinhart et Rogoff sont établis sur des échantillons individuels, sans lien direct entre-eux. Cette méthode revient à raisonner en équilibre partiel et conduit à traiter de façon indifférenciée les situations exotiques (cas spécifiques et isolés) et les situations liées à une crise mondiale. Or, le niveau de soutenabilité de la dette publique d'un pays peut être étroitement lié à celui des autres pays. A l'instar du risque de crise systémique du secteur bancaire, le défaut d'un poids lourd de l'économie mondiale sur sa dette publique pourrait entraîner dans sa chute d'autres pays dont la dette pouvait être considérée comme soutenable. La mesure de la soutenabilité individuelle des dettes publiques décrite par Reinhart et Rogoff n'a de sens que si chaque économie fait face à un choc spécifique. Or face à une crise financière débouchant sur une hausse de la dette publique mondiale, la question de la soutenabilité ne peut se traiter individuellement et nécessite de raisonner dans un cadre d'équilibre général.

De plus, même avec une dette publique proche de 100 % du PIB dans les grands pays industrialisés endettés dans leur propre monnaie, les épargnants, qui souhaitent avant tout sécuriser leurs fonds, préféreront acheter des titres publics que des titres privés, même notés AAA. Car si ces pays venaient à faire défaut sur leur dette publique, un grand nombre d'entreprises, notées AAA, n'y survivraient pas en raison de la chute d'activité que cela engendrerait. La soutenabilité de la dette privée n'est donc pas indépendante de celle de la dette publique (et vice-versa) et il n'y a pas d'arbitrage possible à grande échelle entre dette publique et dette privée au sein d'un même pays.

En outre, la question de la solvabilité d'un Etat ne peut pas se limiter à la seule dette publique brute. Les Etats possèdent en effet des actifs, notamment financiers et pour évaluer la solvabilité d'un Etat, on ne peut pas se passer de l'analyse de sa situation patrimoniale.

Mais au-delà de cette approche, c'est la question de la situation patrimoniale de la Nation qui est la plus pertinente, qui regroupe également les dettes et actif privés dont les montants sont à la fois nettement plus importants que ceux de l'Etat mais aussi plus exposés au risque de défaut.

Corrélation n'est pas causalité

Enfin, comme l'expliquent Yeva Nersisyan et L. Randall Wray dans la [Revue de l'OFCE^{\[1\]}](#), les taux de croissance moyens du PIB sont plus élevés pour des ratios de dette publique intermédiaires (60 % - 90 %) que pour des ratios faibles (30 % - 60 %). Si la dette ralentit la croissance, celle-ci devrait décliner continûment avec la hausse du ratio de dette, ce qui est contredit par les faits. Enfin, comme le rappellent Yeva Nersisyan et L. Randall Wray, corrélation n'est pas causalité. En effet, pendant la récession, le solde public s'est dégradé avec la chute des recettes fiscales et le ratio de dette publique a augmenté. Il y a donc une corrélation négative entre le taux de croissance moyen et le niveau de dette. La crise financière actuelle a provoqué une récession économique majeure en Europe, aux Etats-Unis et au

^[1] Yeva Nersisyan et L. Randall Wray : "Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ?", *Revue de l'OFCE*, n°116, janvier 2011.

Japon, et par conséquent une hausse vertigineuse des dettes publiques. Prétendre à l'inverse que c'est la hausse de la dette publique qui a entraîné la chute du PIB n'est par un argument recevable. Argument également évoqué par [P. Krugman](#) qui considère que « les mauvaises choses n'arrivent pas à la croissance quand la dette est haute mais plutôt que des mauvaises choses arrivent à la dette quand la croissance est basse ».

A plus long terme, si la crise financière laisse des traces durables sur les niveaux de production des pays de l'OCDE, c'est en raison de la nécessité de réduire les niveaux excessifs de dettes publiques, issus eux-mêmes pour une grande part de la socialisation des dettes privées, notamment bancaires. Cette réduction, qui passe par une ponction supplémentaire de la richesse produite et un redéploiement de certaines activités, va indéniablement freiner la croissance. Mais ce serait commettre une erreur que de penser que ce ralentissement de la croissance est lié à une mauvaise gestion des finances publiques. La hausse des dettes publiques a été le seul rempart pour éviter une crise systémique mondiale et une dépression économique profonde. Réduire cette dette à moyen et long terme est nécessaire et cela va peser sur l'activité. Mais c'est désormais le prix à payer pour la mutualisation des risques privés, mutualisation rappelons le, qui a permis d'éviter l'effondrement du système financier et économique.

Dans un monde globalisé dynamique, hétérogène et complexe, il serait donc naïf de penser qu'il existe une règle universelle et absolue pouvant s'appliquer à tous les pays. Ce seuil fatidique de dette publique à 90 % du PIB relève plus du mythe statistique que de la réalité économique. Et comme l'a déclaré Ben Bernanke dans [un discours sur la nécessité de placer les finances publiques sur une trajectoire soutenable à long terme](#), « ni les faits, ni la théorie économique n'indiquent clairement le seuil à partir duquel la dette publique commence à mettre en danger la prospérité et la stabilité économique »

La question de la soutenabilité de nos finances publiques est centrale et doit orienter de façon prioritaire nos choix budgétaires mais c'est un problème complexe qui ne peut se limiter à un objectif chiffré de dette publique. Enfin, face à une crise mondiale du système économique et financier, la question de la soutenabilité des dettes publiques doit aussi se poser au niveau global. Cela renvoie à la problématique de la trajectoire soutenable des finances publiques au niveau mondial et de l'interdépendance des économies face au risque de crise systémique dans le cas d'un défaut sur sa dette d'un pays de l'OCDE.

Mathieu Plane