

# CORONAVIRUS : REGARDS SUR UNE CRISE

Cette série de contributions s'efforce de mettre en partage les réflexions, observations, témoignages et questionnements que suscitent, chez chacun d'entre nous, les développements de l'épidémie et les multiples conséquences qu'elle aura aussi bien à court qu'à long terme.

## POUR UN FINANCEMENT EUROPÉEN DE LA CRISE CONTRE LES CHOCS RÉCESSIFS VIOLENTS, DES OBLIGATIONS INDEXÉES SUR LE PIB

9 avril 2020 | Par Djellil Bouzidi, Coordinateur du pôle économie de Terra Nova et Bruno Cabrillac, Enseignant à Sciences Po Paris

La crise économique engendrée par la pandémie de Covid 19, une décennie à peine après la grande crise financière, est une piqure de rappel de l'existence de risques extrêmes endogènes et exogènes pour l'économie mondiale. Si les réponses à la crise des grandes économies développées ont été fortes et si le policy mix a d'emblée été plus équilibré que lors de la crise de 2008/09, la coordination tant au niveau international qu'europpéen n'est pas encore à la hauteur des enjeux et, par exemple, les seize heures de discussion de l'Eurogroupe le 7 avril n'ont pas permis aux pays européens de trouver un accord sur une réponse commune sur l'épineuse question du financement. La réaction des Gouvernements va cependant accroître très significativement la dette publique mondiale qui dépassait déjà 90 % du PIB<sup>[1]</sup> fin 2019 (85% au sein de la zone euro<sup>[2]</sup>) alors même que la capacité de remboursement mesurée par le PIB se réduit sensiblement. En faisant l'hypothèse conservatrice d'un recul du PIB mondial de 5% et d'un accroissement de la dette de l'ordre de 10% du PIB (déficit primaire et matérialisation d'une partie des engagements contingents pris par les États), le choc sur le ratio d'endettement public serait de plus de 15% du PIB !

[1] Soit plus de 72,000 milliards de dollars selon l'Institute for Internationale Finance.

[2] Source : <https://www.debtclocks.eu/public-debt-and-budget-deficits-comparison-of-the-eu-member-states.htm>.

Cette dégradation sévère du ratio d'endettement des États pourrait inhiber la reprise et nous semble au cœur des débats actuels en Europe pour éviter le scénario d'une crise de la dette souveraine européenne (à l'image de 2010). D'une part, elle emporte des risques de défaut de certains États et plus généralement des risques systémiques de stabilité financière ; d'autre part, les agents économiques seraient susceptibles d'anticiper une hausse future des impôts, ce qui pèserait sur la consommation et l'investissement[3]. Enfin, le risque de domination budgétaire[4], contraignant les banques centrales à être plus accommodantes que ne l'impliquerait leur mandat, s'en trouve accru.

Dans ce contexte, que peuvent faire les pays de la zone euro pour amortir ce choc ? Faut-il emprunter en commun et sous quel format ?

L'ampleur de cette dégradation pourrait être amortie si les États de la Zone euro décident d'emprunter en partie sous forme de titres de dette dont le principal est indexé sur le PIB en valeur. Ces instruments, les obligations indexées sur le PIB (OIP) permettent de partager une partie du risque avec les investisseurs, notamment les investisseurs de long terme capables d'absorber temporairement ce risque[5].

Il est clair que le choix des OIP aurait été encore plus bénéfique si les pays de la zone avaient déjà émis sous ce format bien avant la crise. Nous estimons (sous les hypothèses mentionnées plus haut) et en supposant que les États se soient endettés intégralement sous forme d'OIP, que la dégradation du ratio d'endettement aurait été réduite de moitié.

Le service rendu par les OIP nous semble encore plus pertinent dans la zone euro. Pourquoi ? D'une part, parce que les ratios d'endettement publics sont un élément clé de la discipline budgétaire. De l'autre, parce que la différence de niveau et de tendance des ratios d'endettement publics y est aussi un problème de cohésion de l'Union économique et monétaire (UEM) et la rend ainsi plus sensible aux chocs sur les ratios d'endettement public.

---

[3] Par un effet d'équivalence ricardienne, c'est-à-dire d'équivalence entre une augmentation de la dette publique et l'augmentation ultérieure nécessaire des impôts pour compenser cette hausse.

[4] Il s'agit d'une situation où la conduite de la politique monétaire devient moins aisée car subordonnée aux préoccupations de la politique budgétaire.

[5] Ils permettent également de réduire les risques évoqués plus haut de domination budgétaire et de réduction de la consommation et surtout de l'investissement si les investisseurs anticipent une hausse des impôts (en vertu de l'équivalence ricardienne).

Nous proposons donc, pour couvrir le risque d'une récession plus longue ou plus profonde[6], que l'Europe développe un instrument de financement innovant et commun en émettant grâce au Mécanisme européen de stabilité (MES) des obligations indexées sur le PIB de la zone euro (OIPZE). Les montants ainsi récoltés financeraient des achats de titres de dette des États de chaque pays indexés sur leur propre PIB. Ce mécanisme permettrait de pallier, en partie, certains inconvénients des OIP.

## **POURQUOI INDEXER LA DETTE PUBLIQUE SUR LE PIB ?**

L'idée d'indexer une partie de la dette publique sur le PIB connaît une certaine faveur dans la littérature économique[7] et un regain d'intérêt depuis la crise financière.

Cet instrument aurait le mérite de ne pas ajouter un alourdissement de la dette aux inconvénients de la récession en cas de recul de l'activité (c'est pourquoi il est qualifié par les économistes de « contracyclique »). Il permet, en cas de récession, de réduire la dette et le service de la dette des gouvernements émetteurs et surtout de limiter l'accroissement du ratio de dette, donnant ainsi automatiquement des marges de manœuvres budgétaires. Quand la croissance est au rendez-vous, les investisseurs qui ont souscrit ces obligations bénéficient en retour des bons chiffres de l'économie. Pour optimiser cet effet contracyclique, mais aussi pour des raisons de simplicité, le capital doit être indexé sur le PIB[8]. A l'inverse, les investisseurs disposeraient d'un produit financier parfaitement corrélé avec le PIB, mais faiblement corrélé avec les actions ou les taux d'intérêt, lui permettant ainsi de diversifier son portefeuille. Enfin, investisseurs et émetteurs bénéficieraient de la réduction du risque de défaut[9].

---

[6] Tout en offrant aux investisseurs un moyen de parier sur une reprise plus forte et plus rapide.

[7] Barr (D.), Bush (O.) et Pienkowski (A.) (2014) « GDP-linked bonds and sovereign default », Banque d'Angleterre, Working Paper, n° 484, janvier. Barro (R. J.) (1995) « Optimal debt management », National Bureau of Economic Research, Working Paper, n° 5327, octobre. Benford (J.), Best (T.) et Joy (M.) (2016) « Sovereign GDP-linked bonds », Banque d'Angleterre, Financial Paper, n° 39, septembre. Blanchard (O.), Mauro (P.) et Acalin (J.) (2016) « The case for growth indexed bonds in advanced economies », Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, n° 16-2, février. Cabrillac (B.) et al : GDP indexed bonds: what are the benefits for issuing countries, investors and financial stability, QSA, Bulletin de la Banque de France, 2016. Shiller (R. J.) (1993), Macro markets – Creating institutions for managing society's largest economic risks, Oxford University Press. Borensztein (E.) et Mauro (P.) (2004) « The case for GDP-indexed bonds », Economic Policy, vol. 19(38), April. Fournier (J.M.) (2018) « Issuing GDP-linked bonds, supply and demand can match », Documents de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE, n° 1500, Éditions OCDE, Paris.

[8] A l'échéance des obligations, on calculera quel aura été la croissance depuis l'émission et on ajustera le remboursement en fonction. Par exemple, au bout de 5 ans, la croissance en année 5 divisée par la croissance en année de base (disons 2019) est de -5%, cela veut dire que l'émetteur ne rembourse que 95% du capital.

[9] Argument qui pourrait contribuer à convaincre certains pays de la zone euro d'émettre selon le schéma que nous proposons.

En dépit de l'intérêt de plusieurs économistes et de professionnels de marché[10], les expériences d'émissions d'OIP ont été peu nombreuses jusqu'ici et pas toujours couronnées de succès, notamment dans le cas de l'Argentine ou plus récemment de la Grèce ou de l'Ukraine. Un des principaux obstacles au développement de ce type de produit est précisément sa nouveauté qui en renchérit doublement le coût[11] et peut stigmatiser l'émetteur.

## **POUR UNE ÉMISSION D'OBLIGATIONS INDEXÉES SUR LE PIB DE LA ZONE EURO**

Pour minimiser l'impact du choc sur les finances publiques, nous considérons que l'obligation indexée sur le PIB (nominal en euro) doit comporter les caractéristiques suivantes : i) l'indexation du principal sur le PIB en valeur permet de garantir au mieux la stabilité du ratio de dette ; ii) le taux d'intérêt est également indexé sur le PIB, mais seulement à travers l'indexation du principal.

Tel qu'indiqué dans la figure 1 ci-dessous, nous proposons que le MES procède:  
1/ A l'émission d'obligations indexées sur le PIB en valeur de la zone euro (OIPZE) sur les marchés financiers (sur sa partie « passif ») ;  
2/ A l'achat des OIP émises par les pays de la zone euro[12] et indexées sur leur propre PIB (constituant ainsi « l'actif » du MES)[13].

Les OIPZE émises par le MES seraient achetées par des investisseurs ayant de l'appétit pour ce type de produit et pourraient être éligibles comme collatéral aux opérations de politique monétaire comme aux programmes d'achat d'actifs.

Ces titres (tant l'OIPZE que les OIP de chaque pays) doivent avoir une maturité suffisamment longue (au moins 10 ans et idéalement beaucoup plus[14]) avec éventuellement une option de remboursement (partielle ou totale) au bout de 5 ans afin de permettre la récupération par l'émetteur d'une partie de la clause de retour à « bonne fortune ».

---

[10] Voir la tribune du *Financial Time* du 31 mars 2020 : « The moment has arrived for the GDP-linked bond ».

[11] Prime de nouveauté et de liquidité.

[12] Une prime de risque correspondant au niveau du risque de chaque pays de la zone euro sera payée au MES dans le cadre de l'émission d'OIP. L'objectif de cette note n'est pas d'en détailler les caractéristiques techniques mais cela pourrait faire l'objet d'un travail ultérieur.

[13] Ce qui reviendrait pour le MES à faire un prêt indexé sur la croissance économique de chaque pays de la zone euro introduisant ainsi un mécanisme de partage des risques à l'échelle de la zone.

[14] L'ensemble des paramètres techniques d'une telle obligation devrait être discutés et décidés entre les pays de la Zone euro.

Dans l'hypothèse où le MES achèterait avec le produit de ses émissions des titres émis par les pays de la Zone euro à proportion de la part de chaque pays dans le PIB de la Zone euro[15], son risque macroéconomique (sur le PIB en valeur) serait couvert.

La taille d'une telle émission devrait être suffisamment importante et représenter au moins 20% du PIB de la zone euro, permettant de réduire les primes de nouveauté[16] et de liquidité et d'avoir un effet contracyclique significatif.

Reste la question du moment des premières émissions : l'incertitude sur le niveau actuel du PIB de la Zone euro doit être suffisamment réduite pour éviter que les investisseurs demandent une prime de risque trop forte.

### **QUEL INTÉRÊT POUR LES PAYS ÉMETTEURS DE LA ZONE EURO ?**

Les (OIP) permettent de stabiliser le ratio de dette dans le cycle économique. Ce sont donc des titres de dette qui permettent le **transfert d'une partie du risque de croissance** aux investisseurs et réduisent ainsi la probabilité de défaut.

L'ensemble des pays de la zone euro gagneraient donc à se financer avec un tel instrument de financement innovant et commun. Au-delà d'un simple produit qui permettrait de lever des fonds, les OIPZE contribueraient à mieux préparer l'avenir de la zone euro et à financer des projets d'horizon long équivalent à celui des OIPZE.

### **QUEL INTÉRÊT POUR L'INVESTISSEUR ?**

Les investisseurs et notamment les fonds de pension de long terme peuvent disposer d'un actif sûr (avec un risque de crédit faible sur un émetteur sûr), peu corrélé aux actifs traditionnels (taux, actions) qui permet de diversifier leur portefeuille tout en prenant position sur la vigueur et la rapidité de la reprise et se couvrant du risque d'inflation. C'est également une alternative aux taux bas.

Enfin, cette proposition a l'avantage de dépasser le débat en cours entre émission de Corona-bonds et intervention du MES, dans la mesure où elle est compatible avec ces deux solutions, en fonction de la manière dont seront conçus les achats par le MES des OIP nationales.

---

[15] De même maturité et aux mêmes conditions.

[16] Il s'agit d'une prime exigée par les investisseurs pour compenser le caractère « innovant » et donc plus risqué d'une émission.

Sortir de cette crise inédite par ses formes et son ampleur doit partir de solutions audacieuses et nouvelles. De la même façon que les cartes pré-coperniciennes permettaient de se repérer dans un monde européen fini mais étaient caduques dans le monde ouvert des grands explorateurs, il nous faut trouver aujourd'hui les instruments de navigation adaptés à un environnement qui n'a jamais été aussi incertain. Il nous faut à la fois plus encore qu'hier dépasser les égoïsmes et les agendas nationaux et réévaluer le principe de précaution. Dans ce cadre, les obstacles souvent invoqués contre le développement des OIP seront sans doute plus faciles à surmonter.

Figure 1 : illustration du mécanisme de fonctionnement de l'obligation indexée sur le PIB de la zone euro

