



REGARDS SUR LA DETTE

Plaidoyer pour de nouvelles règles budgétaires

Dans les pays avancés comme dans les pays émergents, il faut de nouveaux critères de viabilité de la dette

Arminio Fraga

À Noël, le Premier ministre italien Mario Draghi et le président français Emmanuel Macron ont publié une tribune dans le *Financial Times* sur la nécessité de réformer les règles budgétaires de l'Union européenne (UE). Le ton était optimiste : la pandémie était bien gérée (sur le plan macroéconomique) et les ratios dette/PIB n'augmentaient plus. Les auteurs faisaient aussi valoir que des investissements à grande échelle, publics pour certains, étaient indispensables pour relever des défis vitaux comme le changement climatique et les pandémies. Difficile de ne pas leur donner raison. Il faut en outre diminuer la dette de l'État, mais pas en augmentant les impôts, ni en taillant dans les dépenses sociales ou encore à coup d'ajustements budgétaires. L'une des solutions recensées dans cette tribune consiste à stimuler la croissance par des réformes structurelles et définir de nouvelles règles budgétaires plus efficaces, qui n'entraveraient pas l'investissement. Cherchez l'erreur.

Les vieilles règles de Maastricht ont été jugées absconses et complexes. Arrêtons-nous là-dessus. Autant que je m'en souviene, ces règles, abandonnées de longue date, exigeaient simplement un ratio dette/PIB inférieur à 60 % et un déficit public nominal d'au maximum 3 % du PIB. À l'époque, l'idée était qu'en respectant ces limites, les pays disposeraient d'une certaine marge de manœuvre le cas échéant. Il en est allé tout autrement. En 2019, le ratio d'endettement de la France était de 98 % et celui de l'Italie de 135 %. Avec la pandémie, ils se sont accrus d'environ 20 points. Quant au plafond fixé à 3 % pour le déficit budgétaire, il a surtout servi de valeur plancher.

De faibles écarts de rendement

Comment en sommes-nous arrivés là ? Le Père Noël est passé il y a 30 ans, quand Maastricht a été signé, et a déposé dans la cheminée une invraisemblable série de baisses de taux d'intérêt : le rendement du Bund à 10 ans était alors de plus de 6 %, il est aujourd'hui quasiment nul. Les écarts de taux entre obligations italiennes et Bunds ont augmenté ponctuellement, mais s'établissent aujourd'hui à 136 points de base (un effet de proximité, sans doute). L'écart de taux des obligations françaises avec les allemandes demeure très faible, malgré un ratio dette/PIB de 43 points de plus. Les vieilles règles budgétaires sont mortes depuis longtemps. Autant en définir de nouvelles.

Dans le même temps, bien que les pays émergents aient bénéficié d'une liquidité abondante à l'échelle mondiale, ou auraient dû en bénéficier,

leur expérience n'a pas été aussi positive. N'ayant pas accès à autant de financements, même en monnaie nationale (un progrès par rapport aux années 80), ils ont accumulé moins de dettes que leurs homologues avancés. D'après la dernière édition du *Moniteur des finances publiques* du FMI, la dette publique des pays émergents s'élève aujourd'hui en moyenne à 64 % du PIB, soit juste un peu plus de la moitié des 122 % mesurés dans les pays avancés.

Même les pays émergents plus stables affichent des rendements obligataires bien supérieurs à ceux des pays avancés. Ces dernières années, il y a eu un moment où ce groupe incluait le Brésil, mais aussi l'Afrique du Sud, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique et la Russie ; dans tous ces pays, les obligations à 10 ans en monnaie locale rapportaient environ 7 %. À l'heure actuelle, le rendement des obligations russes est de 8 % ; les autres rendements souverains sont de 7 % au maximum, mais toujours plus élevés que dans les pays avancés.

Dérapage budgétaire

Le Brésil se situe dans le haut du classement des pays émergents, avec un ratio d'endettement de 83 %. Le dérapage budgétaire remonte à la fin de la première décennie 2000. Le basculement d'un solde primaire excédentaire à un solde déficitaire s'est chiffré à près de 6 points de pourcentage du PIB après l'effondrement budgétaire complet de 2014. Depuis 2015, le Brésil affiche un solde primaire déficitaire. Contrairement aux pays avancés, où les taux d'intérêt réels évoluent en territoire négatif depuis plus d'une décennie, au Brésil, le rendement à 10 ans des obligations publiques indexées sur l'inflation est supérieur à 5 %, soit 6 points au-dessus des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (*Treasury Inflation-Protected Securities*). Le rendement nominal des titres à 10 ans dépasse 10 %, soit un écart encore plus important avec les titres du Trésor. Si l'on ajoute à cela une croissance par habitant anémique, le tableau est de mauvais augure pour la dynamique de la dette. Après un creux à 53 % en 2014, le ratio dette/PIB a culminé à 89 % en 2020. Il est désormais de 83 % grâce aux taux bas issus de la récession et à une inflation étonnamment élevée. À présent, les taux repartent à la hausse et le ratio dette/PIB va reprendre sa trajectoire ascendante intenable.

Il est intéressant de revenir sur les antécédents budgétaires récents du Brésil. Après les grandes réformes des années 90, dont une restructuration des finances publiques et une loi de responsabilité budgétaire adoptée en 2000 que le monde entier ou presque lui enviait, la situation financière du Brésil paraissait solide et viable (malgré la hausse ininterrompue du ratio des dépenses publiques). Éphémère succès... L'autopsie de feu la loi de responsabilité budgétaire reste à écrire, mais le fait est qu'elle est bien morte. Depuis, un gel des dépenses publiques en termes réels a été inscrit dans la Constitution, mais c'est également un échec relatif à ce jour. La confiance dans le régime budgétaire est pour ainsi dire nulle et le Brésil aussi a cruellement besoin d'un nouveau régime.

Quatre piliers

Selon la dernière édition du *Moniteur des finances publiques* du FMI, un cadre budgétaire devrait poursuivre trois objectifs caractéristiques : « 1) viabilité des finances publiques ; 2) stabilisation de l'économie s'appuyant le cas échéant sur une politique budgétaire contracyclique et 3) pour les règles budgétaires en particulier, la simplicité. » Il mentionne également la résilience, que je remonterais en quatrième position dans la liste des priorités.

Dans un éditorial récent, j'ai proposé que le nouveau régime budgétaire brésilien repose sur les piliers suivants :

1. La dette publique devrait permettre d'avoir accès à des financements (ce qui est généralement difficile) à un coût raisonnable au cas où une relance budgétaire serait nécessaire.
2. Le solde budgétaire devrait être fixé de façon à ce que, en temps normal, le ratio dette/PIB reste stable.
3. Si, pour une quelconque raison, le ratio s'écarte du niveau cible, le solde budgétaire devrait être ajusté pour ramener progressivement le ratio à ce niveau.
4. La durée moyenne de la dette devrait être longue, avec une concentration limitée dans le court terme. Cela correspondrait aux horizons à long terme qui siéent aux emprunts publics et atténuerait le risque de crises financières ou monétaires avec effet de panique qu'entraînent les tarissements soudains de financements. Ces piliers aboutiraient aux quatre caractéristiques recommandées par le FMI. En l'occurrence, ils seraient utiles aussi aux pays avancés. Les principaux paramètres (écarts de taux, croissance, etc.) diffèrent d'un pays à l'autre, mais la logique est la même.

Le ratio dette/PIB de référence lié au premier pilier est assez subjectif et dépend de plusieurs facteurs économiques, politiques, institutionnels et historiques. En conséquence, les niveaux cibles des piliers 1 et 2 devraient être révisés périodiquement, mais pas trop souvent, et à des dates annoncées à l'avance pour réduire au maximum les tentations politiques court-termistes.

L'efficacité ou l'échec du régime macroéconomique d'un pays peut être raisonnablement mesuré par le coût de financement de sa dette à long terme. Néanmoins, même quand les taux d'intérêt sont bas, il ne faut pas oublier que les marchés tendent à enchaîner phases d'emballlement et phases d'effondrement. Pour reprendre la célèbre formule de Benjamin Graham (mentor de Warren Buffett) : « *Monsieur le Marché est maniaco-dépressif.* » Lui vouer une confiance aveugle ne procède donc pas d'une gestion avisée du risque. Les taux d'intérêt ultrabas observés actuellement dans les pays avancés ne devraient pas être considérés comme permanents. Dans ce contexte, je crois que la fonction adaptative du troisième pilier est la plus importante des quatre.

Correctement géré, un régime budgétaire comme celui décrit ici serait un point d'ancrage résilient et sans doute durable pour les pays avancés et les pays émergents. **FD**

ARMINIO FRAGA est un des cofondateurs de Gávea Investimentos et a été gouverneur de la Banque centrale du Brésil.