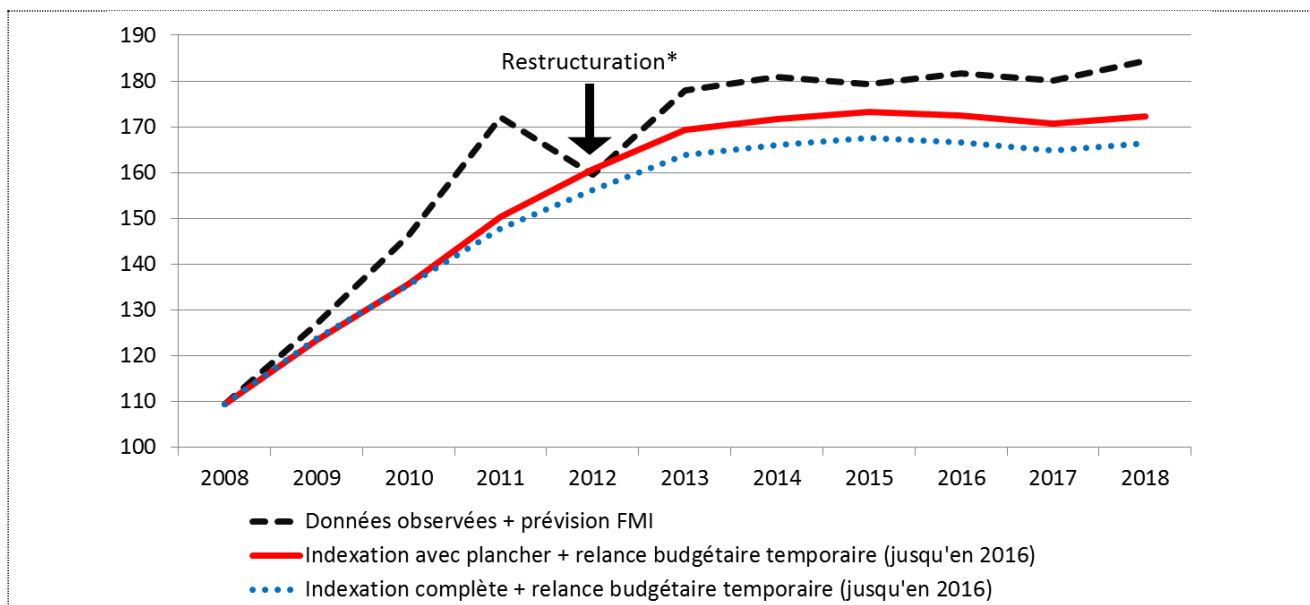


Obligations indexées au PIB : une solution face aux crises de la dette ?

Par Bruno Cabrillac, [Ludovic Gauvin](#), [Jean-Baptiste Gossé](#), Florian Lalanne

Dans les pays où la dette publique est très élevée, un choc important pourrait empêcher de mener des politiques budgétaires contra-cycliques et accroître le risque de défaut. Des obligations indexées sur le PIB permettraient d'atténuer ces risques et d'éviter une restructuration coûteuse et déstabilisante. Une analyse contrefactuelle du cas grec illustre cette idée.



Graphique 1. Dette publique grecque : données observées et scénario sans restructuration avec des obligations indexées sur le PIB (en % du PIB)

Source : FMI et calculs des auteurs.

* En 2012 la dette grecque a été restructurée par le biais d'un Private Sector Involvement impliquant une décote de €107 milliards.

Indexation complète : principal indexé au PIB nominal et un coupon de 1%.

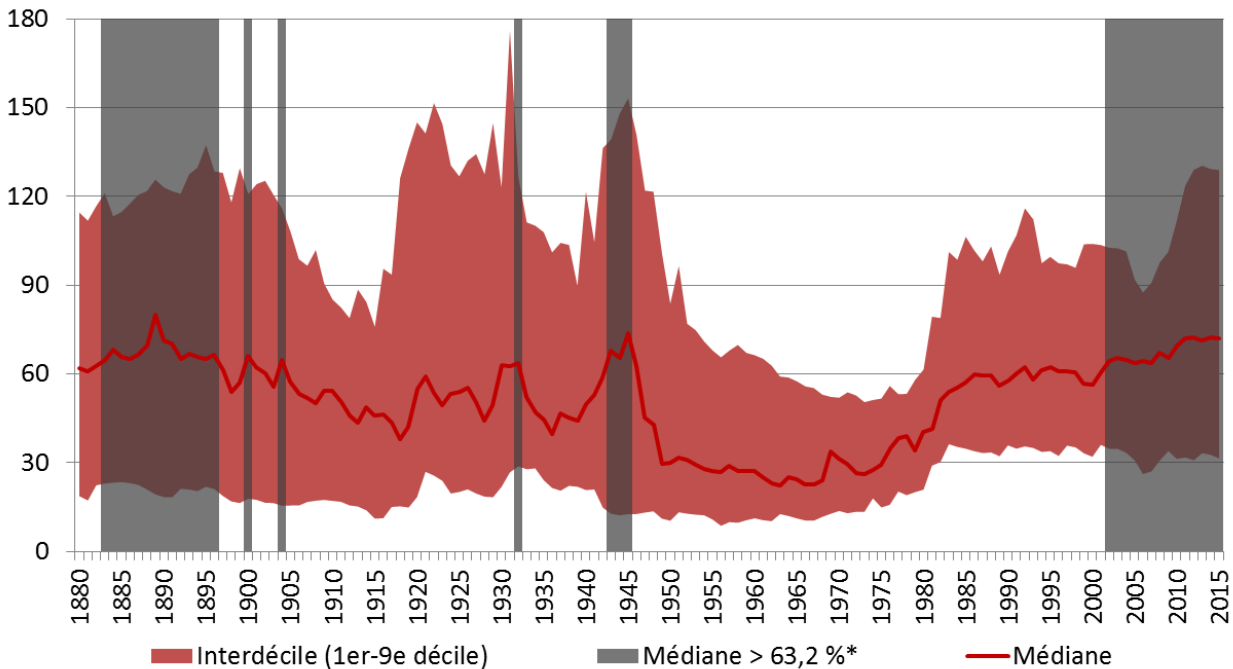
Indexation avec plancher : principal indexé au PIB nominal mais ne peut diminuer (plancher à 0) et le coupon est de 1% mais est nul en période de croissance nominale négative.

Dans les deux cas 50% de la dette est convertie en OIP en 2009 et la dette classique restante ne subit pas de restructuration en 2012.

Une solution pour atténuer les risques liés aux niveaux élevés d'endettement public ?

La crise économique de 2008 a entraîné une progression des ratios d'endettement public qui se situaient déjà à des niveaux historiquement élevés depuis le milieu des années 2000. Une telle persistance de l'endettement, qui n'avait plus été observée depuis la fin du XIX^e siècle (Graphique 2), fait peser une forte contrainte sur l'ampleur des mesures de relance qui pourraient être prises en présence d'un nouveau choc macroéconomique. Des émissions d'obligations indexées sur le PIB (OIP), dans une proportion significative de la dette totale, joueraient un rôle stabilisateur

permettant de limiter la dégradation du niveau d'endettement et de dégager des marges de manœuvre pour un soutien à l'activité.



Graphique 2. Ratio de dette entre 1880 et 2016 d'un échantillon de 30 pays (% du PIB)

Source : FMI et Maddison, calculs des auteurs. * Ce seuil représente le 3^{ème} quartile de la médiane instantanée (courbe rouge).

Une idée ancienne et simple...

L'idée d'une indexation de la dette souveraine sur l'évolution de l'activité économique a émergé dans les années 1980 et a connu sa première application en Amérique latine au tournant des années 1990 avec le recours aux « *Brady bonds* » dans des opérations de restructuration. Les émissions suivantes ont été caractérisées par un mécanisme d'indexation partiel et limité à des opérations de restructuration (Argentine en 2005 et 2010, Grèce en 2012 et Ukraine en 2015). Sur le plan académique, d'importantes contributions sur le sujet ont été publiées à partir des années 1990, notamment par [Barro](#) et [Shiller](#).

L'OIP envisagée dans plusieurs travaux récents ([Benford, Ostry et Shiller](#) notamment) est un instrument simple, se voulant le plus proche possible d'une obligation classique (« plain vanilla »). Le principal de l'obligation est parfaitement indexé sur le PIB nominal en monnaie domestique, et le coupon – à taux fixe ou variable – varie également en fonction du principal. Un tel instrument permettrait de stabiliser le ratio d'endettement et les charges d'intérêt face aux chocs macroéconomiques (sur la croissance réelle, l'inflation ou le taux de change). Les États disposeraient ainsi de marges de manœuvre budgétaires supplémentaires pour mener des politiques contra-cycliques pendant les récessions, et la probabilité de défaut ou d'un processus de restructuration long et pénalisant serait réduite.

Du point de vue des investisseurs, [Cabrilac et al.](#) identifient plusieurs propriétés désirables liées à la détention d'OIP. La faible corrélation des OIP avec les autres actifs financiers offrirait des stratégies de diversification des portefeuilles d'investissement. De plus, les OIP permettraient de prendre une option sur le développement à long terme des économies. Les évolutions historiques du PIB

nominal en dollar des économies émergentes montrent que cet instrument fournirait également une couverture contre les risques liés au change ou à l'inflation à long terme et permettrait aux investisseurs de bénéficier du processus de rattrapage réel et nominal de ces pays.

... qui suscite aujourd'hui un regain d'intérêt

En 2016 et 2017, dans un contexte marqué par une très forte hausse de l'endettement public depuis la grande crise financière, les présidences du G20 ont souhaité relancer la réflexion sur le sujet dans le cadre plus général de la soutenabilité des dettes souveraines. Un «[Compass for GDP-linked bonds](#)» validé par le G20 propose une synthèse des différentes caractéristiques, avantages et limites des OIP en reprenant les conclusions de travaux menés récemment par le [FMI](#), la [Banque d'Angleterre](#) et la [Banque de France](#).

Lors d'un [séminaire](#) organisé en mars 2017 par la Banque de France, des professionnels du secteur financier ont pu discuter des défis posés par cet instrument, notamment sur le plan légal et réglementaire. L'émergence d'un marché d'OIP à moyen terme doit en premier lieu passer par l'établissement de contrats robustes et standardisés permettant de garantir la fiabilité du mécanisme d'indexation et de prévenir d'éventuelles manipulations statistiques. De plus, un traitement comptable et prudentiel semblable à celui accordé aux produits à taux fixes permettrait de développer l'appétence des investisseurs. Ceux-ci, tout comme les agences de notation, préconisent donc pour ce faire de prévenir toutes les pertes en capital. L'agence de notation [S&P a récemment indiqué](#) qu'une condition nécessaire à la notation d'une OIP serait la garantie sur le remboursement de l'intégralité du principal. Dans les simulations qui suivent, nous introduisons donc un plancher sur le mécanisme d'indexation, supprimant la possibilité de perte sur le principal.

Qu'aurait donné l'utilisation d'OIP dans le cas de la Grèce ?

Nos simulations réalisées pour la Grèce montrent qu'une conversion de la moitié de la dette en OIP en 2009 aurait entraîné des trajectoires bien plus favorables pour l'économie et la dette (Graphiques 1 et 3) et aurait surtout permis d'éviter la restructuration de 2012, le niveau d'endettement s'ajustant automatiquement en dessous de celui atteint après la restructuration.

Le principal de l'OIP considéré ici est indexé sur la croissance nominale mais ne peut pas diminuer (plancher à 0) pour éviter que l'investisseur ne subisse une décote de son principal (courbes rouges des Graphiques 1 et 3). Cet avantage pour l'investisseur est *a priori* un inconvénient pour le pays emprunteur qui ne voit pas son ratio de dette sur PIB se stabiliser en cas de récession. Pour compenser cela, le coupon représente 1% du principal (il est donc aussi indexé sur la croissance nominale), mais est nul en cas de croissance nominale négative, ce qui réduit la charge de la dette pour l'émetteur en période de crise. Ainsi, en période de baisse du PIB nominal, aucun coupon n'est payé sur la dette en OIP. Nous supposons en outre que les économies générées sont réinjectées en dépenses publiques, entraînant un surplus de croissance proportionnel aux multiplicateurs fiscaux estimés par la [BCE](#); le niveau d'endettement reste toutefois inférieur du fait de l'indexation de la dette sur le PIB.

Au final, sous réserve d'une crédibilité suffisante des statistiques grecques sur le PIB, ce mécanisme aurait pu offrir des gains significatifs au pays et à ses créanciers. La charge d'endettement de la Grèce aurait été limitée et la relance contra-cyclique aurait entraîné une récession moins forte ainsi qu'une reprise économique plus rapide. Les investisseurs auraient quant à eux conservé l'intégralité de la valeur nominale de leurs obligations pendant la crise. De plus, grâce à la reprise économique

anticipée et le surplus d'intérêts généré par l'indexation, les investisseurs auraient commencé dès 2014 à compenser le manque à gagner sur les intérêts non perçus entre 2009 et 2013.

