

DETTE PUBLIQUE

UN MAL NÉCESSAIRE POUR SOUTENIR UN ÉTAT INTERVENTIONNISTE

LE NIVEAU DE LA DETTE PUBLIQUE EST À PLUS DE 85 % DU PIB, UN TAUX NETTEMENT SUPÉRIEUR À LA COTE D'ALERTE DE 60 %. LA DÉTERMINATION À CONTRÔLER ET À RÉDUIRE L'ENDETTEMENT PUBLIC RELÈVE DE LA PRUDENCE. CEPENDANT, QUAND LES CIRCONSTANCES CHANGENT, IL EST SAGE DE REVOIR SA POSITION.

EVE FIDÈLE



JAYA PATTEN (DIRECTEUR DE JAYA ADVISORY - FINANCIAL MARKETS RISKS AND GOVERNANCE)



DR BHAVISH JUGURNATH (ÉCONOMISTE)



AMIT BAKHIRTA (CEO D'ANNEAU)

LE FONDS monétaire international (FMI) tire la sonnette d'alarme : la pandémie a considérablement allongé la liste des pays en développement et émergents en situation de surendettement. Le total des emprunts s'élève à \$ 124 milliards en 2020. Comme attendu, Maurice ne fait pas exception. La soutenabilité à long terme dépend de deux facteurs clés, à savoir la croissance du PIB et la capacité du service de la dette.

Depuis le début de la crise, il y a eu un changement de paradigme par rapport à la pertinence de maintenir coûte que coûte le niveau de la dette en dessous de la cote de Maastricht, qui est de 60 %. La justification étant que les vies et les moyens de subsistance doivent l'emporter sur l'austérité en termes d'objectif politique. Ce taux reste soutenable tant que les agences de notation le considèrent acceptable.

Selon Jaya Patten, directeur de Jaya Advisory - Financial Markets Risks and Governance, dans tout ce débat sur la dette publique, le véritable baromètre est la dégradation de la note de crédit souverain. En effet, le déclassement des dettes souveraines a explosé en 2020. Le nombre de révisions à la baisse des notations a enregistré en 2020 une hausse plus forte que lors des pics liés aux crises précédentes depuis 1980, selon le FMI.

«Les annonces de déclassement sont pernicieuses. Tel un sifflet à chien, elles peuvent

déclencher la spirale vicieuse de fuite des capitaux et de turbulences sur les marchés financiers. Il est intéressant de noter que le FMI a récemment élaboré un 'Capital flows at risk framework', un exercice utile et nécessaire pour Maurice», rappelle Jaya Patten. Par conséquent, une stratégie de communication claire et régulière sur les perspectives de croissance, avec ces agences et les marchés financiers en général, est avisée pour éviter qu'on avance tel un somnambule vers la falaise. L'évolution du PIB déterminera l'enjeu.

De son côté, Amit Bakthira, le CEO d'Anneau, est d'avis que tout dépend du taux et de la qualité – productive et inclusive – de la croissance économique (du PIB) que ce type de levier gouvernemental génère. Plus la qualité et le taux de croissance économique sont supérieurs, plus les recettes fiscales qu'elles génèrent à long terme sont durables. Cela rend donc viables des niveaux élevés de la dette publique dans l'économie. Le contraire peut cependant être catastrophique, comme l'histoire le démontre à maintes reprises.

LIMITATION DE L'ESPACE BUDGÉTAIRE

«Avant de crier au feu uniquement à la vue d'une fumée, nous devons comprendre que ces 85 % sont une résultante mathématique du dénominateur du PIB étant -15,2 % de moins en 2020 et donc maté-

riellement plus faible. En supposant un rebond mathématique de la croissance du PIB en 2021 et une normalisation en 2022/23 – nonobstant toute augmentation significative de l'endettement public et donc une instance de politique fiscale plus prudente de 'exécutif' –, ce ratio de la dette publique/PIB devrait s'abaisser vers approximativement 78,2 % en 2022 et approximativement 76,4 % en 2023», analyse Amit Bakthira.

Ces dernières années, la dette du secteur public a connu une forte reprise. La dette publique en pourcentage du PIB était située à 66,2 % en mars 2020, à 83,4 % en juin 2020 et à 85,7 % en septembre 2020. Le Dr Bhavish Jugurnath, économiste et expert-comptable, souligne qu'un objectif statutaire de 60 % du PIB d'ici à 2021 limitera l'espace budgétaire pour investir dans les infrastructures et le capital humain.

Or, des niveaux d'endettement élevés peuvent créer des vulnérabilités qui amplifient et transmettent les chocs macroéconomiques et les prix des actifs. Comme le fait ressortir le Dr Bhavish Jugurnath, le dernier Staff Report du FMI sur Maurice a conclu que le niveau des réserves était tout simplement adéquat. Il a été recommandé une plus grande accumulation de réserves pour constituer des amortisseurs afin de renforcer la résilience aux chocs. À la suite de la crise de la Covid-19, la balance des



LES EMPRUNTS CONTRACTÉS À L'ÉTRANGER ONT AUGMENTÉ DE 38 % DEPUIS JUIN DERNIER

paiements deviendra défavorable, entraînant des pressions sur les réserves de change. Au premier trimestre 2020, nos réserves internationales brutes ont déjà enregistré une baisse de \$ 0,6 milliard.

Il ajoute que les devises sont rares et la Banque de Maurice aura besoin de ses réserves pour une intervention active afin de stabiliser le marché des changes. L'augmentation de la dette à l'échelle internationale comporte le risque d'une énorme dépréciation du dollar et d'un taux d'intérêt élevé en raison du resserrement des marchés. Donc, une augmentation des emprunts locaux élèvera le niveau de la dette par rapport au PIB, même si son service pourrait être faible avec la chute des taux d'intérêt sur les titres du gouvernement. «Même si nous assouplissons les règles du déficit budgétaire à 3 % du PIB et de la dette à 60 % du PIB, il sera difficile de maintenir un plan de relance atteignant 10 % ou plus du PIB si l'on considère à la fois les besoins immédiats et les exigences à court

terme. Ou même pour faire correspondre le montant du soutien à la baisse du PIB que l'on pouvait espérer en 2021 sera très élevé», estime le Dr Bhavish Jugumath.

Par ailleurs, jusqu'ici, le gouvernement a emprunté massivement auprès des institutions multilatérales pour soutenir l'économie réelle et appuyer sa stratégie d'investissement. La question est de savoir si nous avons emprunté judicieusement. À ce propos, Jaya Patten explique que la décision d'emprunter n'est pas problématique. Toutefois, la question reste ouverte car elle sera en fonction du succès de l'utilisation des ressources. «Cela dépendra de la performance des fonds investis. S'ils sont alloués à des projets méritants qui fourniront les rendements attendus, les retombées économiques parleront d'elles-mêmes. Tout manque résultant de décisions biaisées d'allocation des capitaux ou d'une gestion de projet déficiente, entraînera un verdict négatif», argue-t-il.

L'avenir nous démontrera si l'endettement accru et les dé-

penses massives en infrastructures et en finances publiques se traduiront par une croissance substantielle et durable du PIB de notre pays à moyen et long termes. «En toute humilité, il est peu probable que certaines des énormes dépenses d'infrastructure et budgétaires se traduisent par des gains économiques matériels pour notre pays (stades, mauvaises campagnes de marque internationale, financement du déficit budgétaire, etc.) car elles démontrent, à notre humble avis, clairement une grave et mauvaise allocation de nos maigres ressources ; en particulier lorsque ces ressources sont empruntées», estime Amit Bakhirta.

Le Dr Bhavish Jugumath rappelle qu'une dette publique élevée peut freiner l'investissement privé, accroître la pression fiscale, réduire les dépenses sociales et limiter la capacité du gouvernement à mettre en œuvre des réformes. «Avec les mesures gouvernementales Covid-19, nos réserves sont certainement très sérieusement épuisées. La

dette publique a diminué de Rs 13,2 milliards fin septembre par rapport au trimestre précédent. Cette baisse s'explique par le fait que le gouvernement a remboursé une plus grande partie de ses emprunts contractés sous forme de bons du Trésor», explique-t-il.

Selon les données trimestrielles provisoires du ministère des Finances, la dette publique était de Rs 368,6 milliards contre Rs 381,8 milliards fin juin. Et la dette du gouvernement central est passée de Rs 299,4 milliards (fin juin) à Rs 267,9 milliards.

Cependant, les emprunts contractés à l'étranger sont en hausse, atteignant Rs 89,5 milliards. Cela représente une augmentation de 38 % par rapport à fin juin. Il faut aussi noter qu'en juillet dernier, le gouvernement a obtenu un prêt de 300 millions d'euros (Rs 13,5 milliards) de l'Agence française de Développement (AFD). Les chiffres parlent d'eux-mêmes : si nous ne faisons pas attention, cela aura des conséquences économiques négatives.



Un retour de la croissance rééquilibrera la dette publique

UNE FORTE croissance en 2021 et 2022 devrait rééquilibrer la situation au niveau de la dette publique à condition que la dette ne soit pas à nouveau augmentée de manière significative. Comment éviter cela ? Pour Amit Bakshita, nous devons encore financer les déficits budgétaires cette année, l'année prochaine et par la suite.

De son côté, Jaya Patten précise que les marchés de capitaux offrent un aperçu pertinent. Les banques qui excellent une décen-

nie après la crise financière mondiale sont celles qui ont saisi cette opportunité pour dégraisser leur bilan et refondre leur modèle d'affaires. Dans le même esprit, Jaya Patten aurait préféré une stratégie prospective de gestion de la dette, c'est-à-dire visant la maximisation d'une croissance durable plutôt que de se borner sur le niveau de la dette. Sa recommandation porte davantage sur la qualité et les moteurs de croissance que sur le quantum de la croissance au cours des

deux prochaines années. «La pandémie a mis à nu les limites et les lacunes du modèle de croissance actuel. Il a été l'occasion de rénover les moteurs de croissance. Sacrifier la croissance à court terme, si nécessaire au cours des deux prochaines années, pour garantir un rythme et un potentiel de croissance plus importants à moyen et long termes est un calcul économique raisonnable. Une telle dynamique de croissance produira de meilleurs résultats en termes de rééquilibrage du fardeau de la dette et, mieux encore, offrira un modèle de croissance résilient», souligne Jaya Patten.

Le Dr Bhavish Jugurnath est, quant à lui, d'avis que la trajectoire tracée sur les politiques actuelles nous permettra d'atteindre une croissance de 9 % à 10 % en 2021. «Mais cela ne suffit pas pour regagner du terrain. Ce taux de 9 à 10 % nous laissera entre 5 % et 12 % en dessous des performances que nous aurions eues sans la Covid-19.

«La relation entre la dette publique et la croissance du PIB a été caractérisée par une relation inverse en forme de U dans laquelle le pays subit un impact positif sur la croissance économique en raison de la dette publique jusqu'à ce que le ratio dette/PIB dépasse un seuil et qu'un impact négatif se produise», explique le Dr Bhavish Jugurnath.

UNE AUGMENTATION TECHNIQUE DU TAUX DE LA DETTE PUBLIQUE

Le fait que le PIB soit en forte contraction – 15,2 % en 2020 – a techniquement augmenté le taux de la dette publique. Effectivement, la contraction importante du dénominateur (PIB) en 2020, conduit arithmétique-ment à un pic du ratio. Indépendamment de cette explication technique, la clé sera la tendance de croissance ultérieure. C'est ce sur quoi les décideurs politiques devraient se concentrer pour orienter ce taux à la baisse. Il existe une métrique économique transparente qui peut servir de critère d'évaluation ou de benchmark, à savoir, l'effet multiplicateur sur le PIB des dépenses publiques supplémentaires. Un processus décisionnel rigoureux, basé par exemple sur ce critère, devrait optimiser l'allocation de capital pour un impact maximal sur la croissance et orienter le taux d'endettement à la baisse.

De plus, il ne fait aucun doute que chaque pays a

besoin de financement pour favoriser la croissance économique et le développement. Cependant, un tel financement doit être durable et être étroitement conforme aux politiques budgétaires et monétaires du gouvernement. Avec la Covid-19, le gouvernement a introduit plusieurs mesures telles que le régime d'assistance salariale pour prévenir le chômage et cela sans aucun doute nécessité un financement et une augmentation de la dette. Cependant, ces mesures ne peuvent pas être soutenues à long terme. La dette supplémentaire contractée pour financer de telles entreprises est plus susceptible de s'autofinancer ultérieurement en augmentant la taille globale de l'économie et la future assiette fiscale que si l'emprunt avait été consenti pour financer des subventions mal ciblées ou des dépenses courantes inutiles. Ce qui est clair, la pandémie nous a amenés dans une profonde récession.

La dette publique va crever le plafond dans les pays développés



Dans certains pays développés comme la France, le niveau de la dette publique dépasse 100 %. Cela dit, jusqu'où ira-t-elle ? Le Dr Bhavish Jugumath précise que la dette publique reste une question cruciale de politique économique, qui touche largement les pays développés et en

développement en raison du niveau élevé de la dette. D'un point de vue général, la dette publique est une caractéristique cruciale du système financier d'un pays et un indicateur majeur qui contribue à la formation de la réputation d'un pays sur le marché international.

La crise de la Covid-19 a accéléré le processus. La France, l'Espagne, les États-Unis et le Royaume-Uni devraient tous terminer l'année avec des niveaux de dette publique supérieurs à 100 % du produit intérieur brut. Dans les économies avancées, le PIB passant à ce que les ratios dette/PIB moyens soient supérieurs à 120 % en 2021. Les politiques budgétaires et monétaires sont désormais ouvertement coordonnées, comme le recommande la théorie monétaire moderne. « Si la dette publique peut créer des problèmes dans certaines circonstances, elle ne présente aucun danger inhérent aux gouvernements émetteurs de devises, comme les États-Unis, le Japon ou le Royaume-Uni. Ce n'est pas, comme certains le prétendent, parce que ces pays peuvent actuellement emprunter à un coût très bas, ou parce qu'une forte reprise leur permettra de se

sortir de l'endettement. Cependant, l'avenir étant principalement dépendant des importations et de l'économie mondiale, on ne peut pas s'attendre à une reprise économique rapide. Donc je pense qu'une gestion de la dette est très importante. Nous ne pourrions pas emprunter de plus en plus sans affecter la macroéconomie », ajoute le Dr Bhavish Jugumath.

Comme le rappelle Amit Bakshi, les économies développées du G20 bénéficient du financement par emprunt du monde entier et des investisseurs mondiaux. Compte tenu de leurs énormes économies et de leur influence géopolitique mondiale, ils peuvent se permettre de repousser les limites. Et Amit Bakshi de faire ressortir : « Ce qui me met mal à l'aise avec ce type de dettes et de déficits publics énormes et incontrôlés, c'est que ce sont des stratagèmes de Ponzi qui ne seront jamais remboursés. D'abord, c'est le résultat du système monétaire mondial RAT depuis que Nixon a supprimé l'indexation du dollar américain sur l'or le 15 août 1971. Cela signifie que les gouvernements peuvent émettre autant de dette qu'ils le souhaitent, car leurs devises ne sont que du papier.

Le faible taux rend la dette publique soutenable

En cette période de crise, les taux d'intérêt sont relativement bas. Cela implique-t-il que le service de la dette sera quelque peu soutenable ? Pour Jaya Patten, il est clair que l'environnement mondial actuel en termes d'interaction entre la politique budgétaire et monétaire – les deux expansionnistes à la fois – facilite le service de niveaux d'endettement plus élevés. « Le moindre coût fait que c'est moins controversé. De plus, le fait que les principales économies, y compris l'Union européenne et les États-Unis, aient recouru à des mesures de relance financées par la dette publique sur une échelle sans précédent a renforcé la crédibilité de cette stratégie. Enfin, la quantitative easing a maintenu la tendance baissière sur les taux. Compte tenu des anticipations de la courbe des taux, à mon avis, le service devrait être soutenable dans le court et moyen termes », analyse Jaya Patten.

De son côté, le Dr Bhavish Jugumath estime que la dette est une politique qui porte ses fruits lorsque les taux d'intérêt sont inférieurs à la croissance nominale de l'économie, auquel cas le pays peut continuer à vivre avec des déficits budgétaires. « Des taux d'intérêt bas signifient que le retour sur investissement privé est également faible. Ainsi, même si les projets privés sont évacués par le financement de la dette publique, la société n'aura pas grand-chose à perdre. Certains économistes vont plus loin en s'appuyant sur la théorie monétaire moderne, qui postule que le ratio dette/PIB n'a aucune pertinence dans les pays qui émettent leur propre monnaie, et que la seule contrainte sur les dépenses publiques est l'inflation. Toutefois, cette nouvelle doctrine économique reçoit très peu de soutien des principaux économistes du monde entier. Cependant, il faut à cœur qu'ils soulignent le taux d'inflation très bas à l'avenir », soutient-il. Et d'ajouter que le problème avec ces deux approches est qu'elles perpétuent un système où le gouvernement n'est plus contraint financièrement, avec le risque que la dette publique ne devienne incontrôlable.

