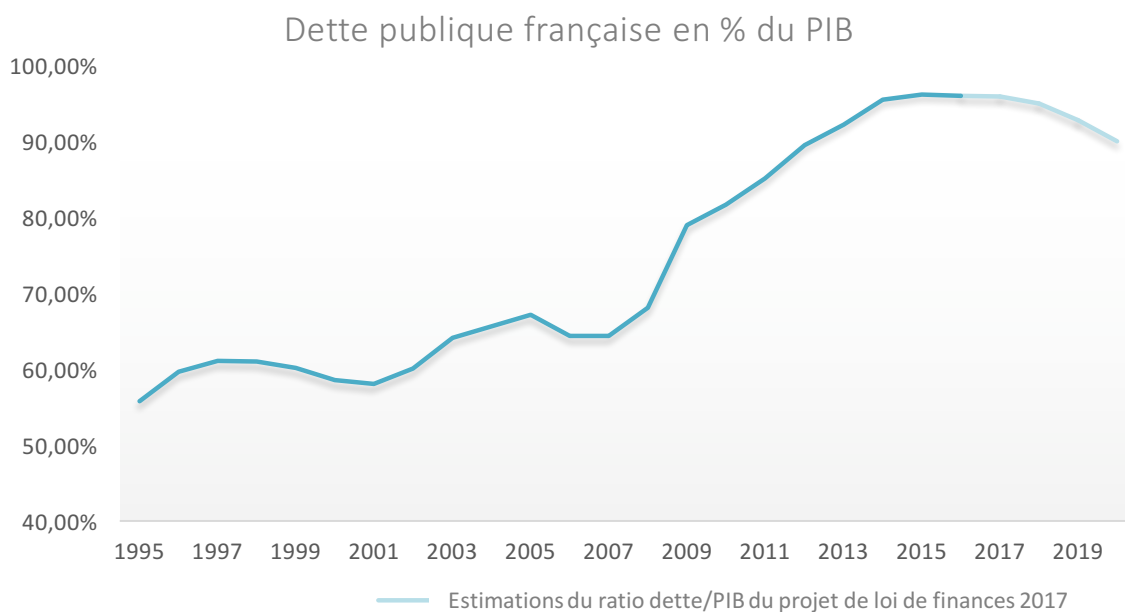


La remontée des taux, un danger pour la dette publique française ?

Par Maeva Courtois, Consultante en salle de marché chez Quanteam

Depuis quelques mois, les taux d'intérêt repartent à la hausse partout dans le monde, laissant les plus pessimistes présager une grande menace pour les pays surendettés, comme la France. En effet, en 2016, la France a connu un déficit public de 76,9 milliards d'euros, portant sa dette publique à 96,1% du PIB. L'Agence France Trésor a chiffré son besoin de financement à 185 milliards d'euros pour l'année 2017, plaçant la France comme le deuxième plus important demandeur de capitaux en Europe, après l'Italie. Dans un contexte de remontée des taux d'intérêt, certains s'inquiètent d'une envolée du coût de la dette publique française, mais qu'en est-il ?



Anticipations et incertitudes, les multiples causes de la remontée des taux

En mars 2016, la BCE abaissait son taux directeur à 0% après avoir lancé un an plus tôt son programme de *Quantitative Easing*. Cette politique monétaire expansionniste a eu pour effet de baisser les taux d'intérêt sur le marché interbancaire et donc les taux d'intérêt auxquels les pays européens se refinancent. Ainsi depuis fin 2014, la France se refinance à horizon 10 ans, à moins de 1%, contre à près de 5% avant la crise des *subprimes*. Cela fait donc quelques années que nous

Paris, le 24 avril 2017



bénéficient de conditions idéales pour nous refinancer. Mais alors pourquoi les taux d'intérêt remontent-ils soudainement ?

Plusieurs facteurs expliquent la remontée rapide des taux ces derniers mois. Premièrement, depuis l'élection de Donald Trump, les taux d'intérêt 10 ans américains ont bondi, passant de 1.6% avant l'élection à près de 2.5% aujourd'hui. Cette hausse brutale des taux est portée par le programme expansionniste¹ du nouveau président des Etats-Unis qui revoit à la hausse les anticipations de croissance et d'inflation. Or, les taux américains, corrélés à 40% avec les taux européens, ont un effet de contagion sur les taux européens.

La remontée des taux s'explique également par les incertitudes politiques en Europe, dues à la montée du populisme. Dans les pays qui voient des candidats populistes se rapprocher du pouvoir, la prime de risque liée au non remboursement de la dette augmente et entraîne ainsi une remontée des taux. En France, le « Penelope Gate » de février dernier a renforcé le risque de l'accession au pouvoir de Marine Le Pen et donc d'une possible sortie de l'euro, ce qui a provoqué un sursaut important du *spread* français.

Aujourd'hui, la remontée des taux en Europe est contenue par la politique expansionniste de la BCE. Mario Draghi compte maintenir cette politique monétaire accommodante tant que l'inflation n'aura pas montré de signe de reprise durable. Début avril, la BCE a décidé de prolonger sa politique de rachat de dette souveraine à un rythme de 60 milliards d'euros par mois (80 milliards avant le mois d'avril). Ces rachats massifs permettent, via une forte demande pour les obligations d'Etat, de faire baisser les taux de refinancement des Etats européens.

Mais le *Quantitative Easing* a une fin. Mario Draghi a annoncé qu'il arrêterait, en théorie, le programme à la fin de l'année 2017. La fin du *Quantitative Easing* aura entre autres pour conséquences, une remontée des taux d'intérêt, une augmentation du rendement des obligations et une appréciation de l'euro. L'effet de l'annonce de la fin de la politique expansionniste a par ailleurs déjà été intégré pour partie par les marchés financiers, ce qui devrait permettre une remontée progressive des taux d'intérêt.

Le danger pour la dette française, des inquiétudes à relativiser

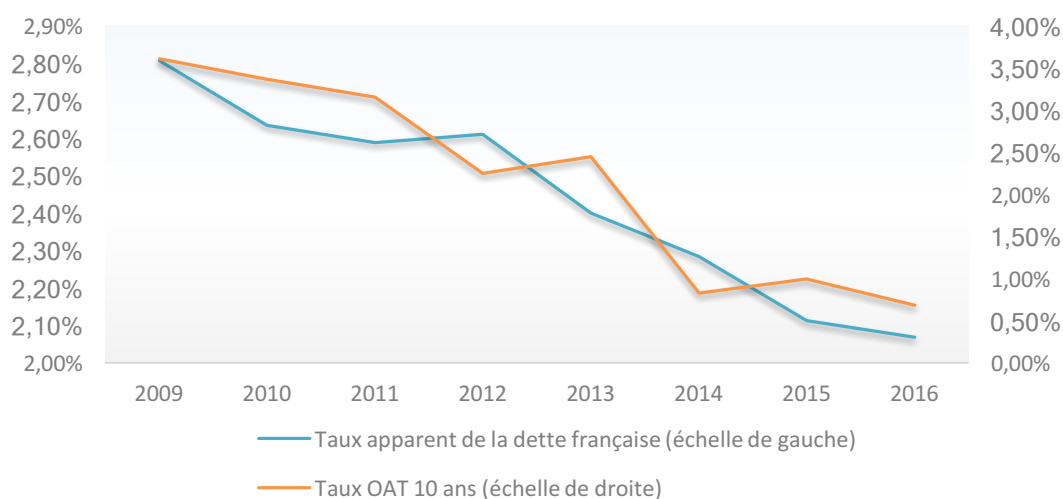
Mais qu'implique une remontée des taux sur la dette ? A ce sujet, l'indicateur du taux apparent d'endettement² est révélateur. Le taux apparent d'endettement public, qui représente la charge d'intérêts de la dette sur le montant total de dette, prend en compte l'évolution des taux d'intérêt auxquels un Etat s'est historiquement endetté.

¹ Baisses d'impôts couplées à des dépenses d'infrastructures et à du protectionnisme.

² Taux apparent d'endettement de l'année N = charges d'intérêts de la dette en N / montant de la dette publique l'année N-1

Depuis 2014, la France a pu profiter de taux d'intérêt historiquement bas. Ces taux, inférieurs à 1%, ont permis d'alléger la charge d'intérêts de la dette française. De 2012 à 2016, la charge d'intérêts de la dette a diminué de 4,4 milliards d'euros alors que la dette a augmenté de 277 milliards d'euros, faisant passer le taux apparent d'endettement de 2,61% à 2,08%.

Evolution du taux apparent d'endettement public français et évolution des taux d'intérêt 10 ans



Sources : AFT; INSEE; Maeva Courtois

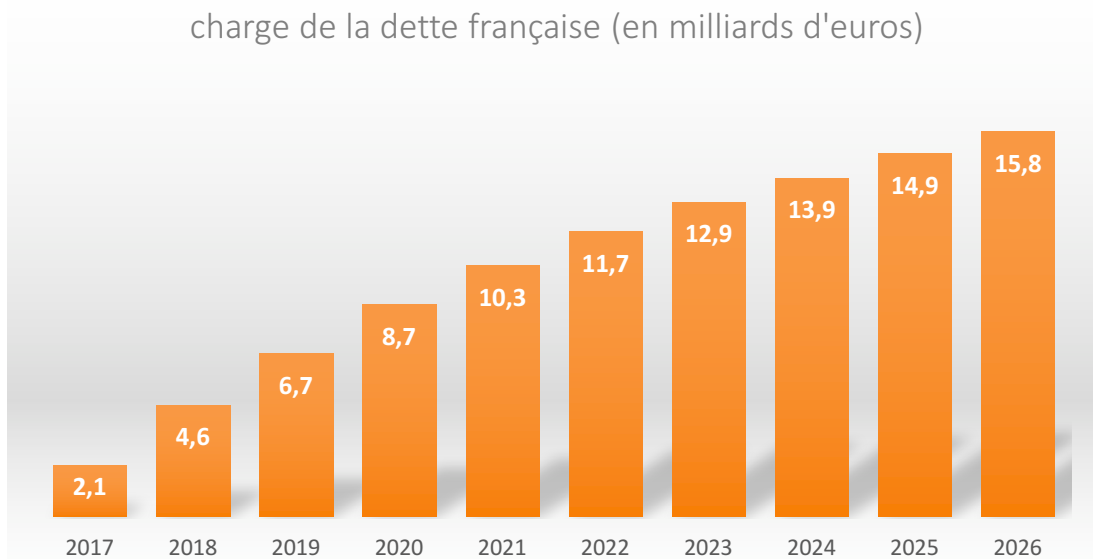
Sur cette période, plus de 40% de la réduction du déficit public est finalement attribuable à la baisse de la charge d'intérêts de la dette.

A l'inverse, la remontée actuelle des taux d'intérêt va entraîner l'augmentation progressive du taux apparent d'endettement. Cette hausse du taux apparent d'endettement couplé à l'augmentation du ratio dette sur PIB représente un risque pour les finances publiques.

D'après le projet de loi de finances 2017, une hausse moyenne de 100 points de base des taux d'intérêt en 2017 entrainerait une hausse de la charge de la dette française de 2,1 milliards d'euros la première année et de 15,8 milliards d'euros en 2026³. Cela porterait alors le taux apparent d'endettement à 2,12% en 2017, puis à 2,28% en 2026.

³ Le solde primaire (recettes moins dépenses hors charges d'intérêts) étant supposé constant

Impact d'une augmentation de 100 points de base sur la charge de la dette française (en milliards d'euros)



Sources : Ministère des finances; Maeva Courtois

Mais ces simulations sont faites sous l'hypothèse d'un solde primaire constant. Or en 2017, il est prévu⁴ une baisse du déficit par rapport au PIB de 70 points de base et une stabilisation du ratio dette sur PIB (cf. figure 1). Les estimations pour 2020 prévoient même un recul du ratio dette sur PIB et une reprise de la croissance (1,5% en 2016 à 2% en 2020). N'oublions pas également que la hausse des taux est assez lente et contenue, laissant prévoir un taux 10 ans de 1,25% à la fin de l'année, encore loin des niveaux d'avant crise.

Depuis 2012, les Etats ont pu profiter d'un environnement de taux bas, permettant de réduire, en partie, le déficit français⁵. La remontée actuelle des taux d'intérêt entraîne avec elle la remontée du taux apparent d'endettement. Or, si le ratio dette sur PIB diminue dans les prochaines années, comme le prévoient les estimations du gouvernement et que la croissance nominale augmente, cette remontée des taux ne représente pas un risque pour la dette française. Aujourd'hui, la zone d'incertitude dépend encore du résultat des élections présidentielles françaises, avec le risque, en cas de victoire du Front National, d'une forte remontée des taux dangereuse pour les finances publiques.

Maeva Courtois – Consultante en salle de marché chez Quanteam

⁴ Projet de loi de finances pour 2017

⁵ De 2012 à 2016 plus de 40% de la réduction du déficit public est attribuable à la baisse de la charge d'intérêts de la dette.

Paris, le 24 avril 2017



Sources :

[1] Projet de loi de finances 2017

[2] La charge d'intérêts de la dette publique – FIPECO le 07.10.2016

[3] Flash Eco : Les comptes publics français en 2016 – Afep le 24.03.2017