

# Le financement de la dette de l'Etat.

Par [Karine Chakir](#), économiste

Le 23 février 2005, l'Etat français lance un emprunt à cinquante ans, une innovation en la matière. Il profite d'un taux d'intérêt particulièrement bas à 4,2%, soit à peine plus que le taux des emprunts obligataires à 30 ans. Cet emprunt a trouvé facilement acquéreur auprès des fonds de pension et compagnies d'assurance, qui ont besoin de placements de qualité à très long terme. D'autres gouvernements annoncent vouloir aussi émettre un emprunt à cinquante ans.

Le lancement d'un tel emprunt et l'engouement qu'il a suscité auprès des investisseurs institutionnels peut paraître anachronique dans un contexte de restriction de la dette publique.

La France, malgré ses efforts affichés, n'arrive pas à respecter les exigences du [pacte de stabilité](#) avec un déficit budgétaire en 2004 de 51,5 milliards d'euros, soit 3,7% du PIB. L'encours de la dette représentait 832,9 milliards d'euros, soit 43,6% du PIB. Fin 2004, la dette publique globale, intérêts compris, atteignait 1065,7 milliards d'euros, soit 65,6% du PIB.

Afin de comprendre comment l'Etat français peut financer ses dépenses, il faut nous familiariser avec les notions de dettes, de déficit et nos engagements au niveau européen.

## I – Dette de l'Etat, déficit budgétaire et pacte de stabilité.

### *A – Dette et déficit : définitions.*

La dette de l'Etat est le total des engagements de l'Etat. Elle est le résultat du **cumul des déficits budgétaires antérieurs** auxquels s'ajoutent les **intérêts cumulés**. Elle exprime le besoin de financement de l'Etat.

La dette publique est la dette de l'Etat (dette centrale) à laquelle s'ajoutent la dette des administrations publiques (collectivités locales et établissements financiers) et la dette du système social. La dette sociale comprend les systèmes de couverture de la maladie, la retraite et le chômage.

Le concept de dette publique est défini par le Traité de Maastricht. Il permet des comparaisons entre les pays membres. En 2003, la dette publique française était de 63,9% du PIB, un pourcentage comparable à celui de l'Allemagne (64,2%) ou des Etats-Unis (62,8%). Il est à noter que ce taux est inférieur à la moyenne de la zone euro (70,4%), notamment du fait des mauvais résultats belge (84,3%) et italien (106,2%).

Comme pour la dette, il ne faut pas confondre le déficit de l'Etat (ou déficit budgétaire) du déficit public. Ce dernier inclut le solde des comptes des administrations publiques : organismes sociaux et collectivités locales. Le déficit public s'est réduit de 17,3% de 2003 (62,3 milliards d'euros) à 2004 (51,5 milliards d'euros), essentiellement grâce à la baisse du déficit de l'Etat. Cette baisse est partiellement masquée par la dégradation des comptes sociaux : 13,8 milliards d'euros de déficit en 2004 contre 9,6 fin 2003.

Compte tenu des intérêts, la promesse d'une baisse régulière du déficit ne pourra s'accompagner que d'une baisse lente et difficile de la dette publique. Conformément au programme de stabilité transmis à la Commission Européenne fin 2004, la dette publique doit passer de 64% du PIB en 2003 à 62% en 2008. Chaque année, les intérêts de la dette représentent près de 50 milliards d'euros ; précisément 47,2 en 2004.

## ***B – Vers un aménagement du pacte de stabilité ?***

Dans l'attente, d'une politique budgétaire européenne unique, les pays membres de l'Union Européenne se sont engagés à maîtriser leurs finances publiques pour une meilleure cohérence du cours de l'euro. Conformément à cet accord, dit « pacte de stabilité », les pays de la zone euro doivent avoir un **déficit budgétaire inférieur à 3% du PIB** et une **dette publique inférieure à 60% du PIB**.

De nombreux pays, tels l'Allemagne, la France et l'Italie, éprouvent des difficultés à respecter ce pacte, défini dans un environnement plus favorable qu'aujourd'hui. Pour cette raison, une révision des critères est envisagée pour le sommet européen des 22 et 23 mars 2005. Dans les faits, le critère du **déficit budgétaire** fut privilégié au détriment de celui de la dette de l'Etat. La limite des 3% du PIB resterait la référence. Cependant, la modification envisagée consisterait à privilégier le suivi de la dette publique, ainsi que son articulation avec le déficit budgétaire. Cela permettrait de réellement juger la maîtrise à long terme de l'évolution des finances publiques.

Ce pacte ne doit pas laisser penser qu'aucune marge de manœuvre n'est possible en matière de politique budgétaire. Concernant les dépenses, une autonomie de 2 ou 3 points de pourcentage du PIB permet de mener des politiques audacieuses. Concernant les recettes, les gouvernements peuvent agir sur les cotisations sociales (hausse de la CSG en août 2004), l'assiette et le taux d'imposition sur les revenus, mais aussi dégager des revenus de privatisations ou de cessions d'actifs immobiliers (950 millions d'euros de cessions prévus pour 2005).

Evidemment, toute croissance supérieure aux anticipations permet de réaliser des plus-values fiscales qui réduisent automatiquement la part du déficit budgétaire dans le PIB. Cela permet donc de se rapprocher du critère de pacte de stabilité. En France, en 2004, les plus-values fiscales dues au supplément de croissance auraient atteint 11,4 milliards d'euros, répartis entre la TVA (5,5 MD € de plus que prévu), l'impôt sur les sociétés (+ 4,5 MD €) et l'IRPP (+ 1,4 MD €).

Inversement, une révision à la baisse des estimations de croissance économique pour 2005 augmenterait le déficit public malgré une discipline budgétaire qui devrait améliorer de 0,4 point de PIB le solde des administrations publiques. Dans le respect du pacte de stabilité, la croissance de la dépense publique ne doit pas dépasser 1,2% par an en volume de 2006 à 2008. Sur cette période, le taux des prélèvements obligatoires devrait rester stable, à 43,7% du PIB.

## ***C - Dette négociable ou non.***

La dette de l'Etat peut être négociable ou non.

La dette non négociable est l'ensemble des dépôts des administrations publiques sur le compte du Trésor Public. Précisément, ce sont les dépôts des correspondants du Trésor moins le solde du compte de l'Etat auprès de la Banque de France. La part de la dette non négociable ne représente que 5% de la dette globale. Ce taux, déjà assez faible, se réduit chaque année. En effet, l'Etat préfère financer sa dette sur le marché financier.

La **dette négociable** représente **95% de la dette de l'Etat**. Elle est contractée sous forme d'instruments financiers qui peuvent être des obligations et des bons du Trésor. Le marché financier est donc l'outil principal de financement de la dette de l'Etat.

## **II – Les outils de financement de la dette de l'Etat.**

### ***A – Mode de fonctionnement.***

Chaque année, l'Etat emprunte pour financer son déficit et rembourser les emprunts arrivant à échéance. La composition de la dette est rationalisée grâce à la création de titres standardisés, dont le **nominal est fixé à un euro**.

Les instruments de financement de la dette sont des **valeurs assimilables du Trésor**, émises par l'Agence France Trésor (AFT), qui en garantit le remboursement. La mission de l'AFT est la gestion de la trésorerie (court terme) et de la dette (moyen et long termes) de l'Etat.

L'AFT s'appuie sur un réseau de 21 **Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT)** : 5 établissements français et 16 étrangers. Les SVT s'engagent à assurer la liquidité du marché secondaire, qui est le lieu d'échange des titres auprès d'intermédiaires (par opposition au marché primaire où les titres sont directement achetés auprès de l'émetteur). Les SVT cotent les titres au profit de leurs clients et publient leurs prix.

### ***B - Des produits différents selon l'échéance.***

Les valeurs assimilables du Trésor sont classées selon leur durée (ou maturité) : OAT à long terme, BTAN à moyen terme et BTF à court terme.

Les **Obligations Assimilables du Trésor (OAT)** sont créées pour un financement à **long terme : 7 à 30 ans, voire 50 ans** depuis peu. Elles représentaient **67,5%** du financement de la dette négociable en 2004. En 2005, elles devraient représenter 66,3% (551,9 sur les 832,9 milliards d'euros d'encours). La première OAT à 30 ans fut émise en 1989. La plupart des OAT sont à taux fixe, exceptées les obligations indexées sur l'inflation française (OATi créées en 1989) et celles indexées sur l'inflation de la zone euro (OAT€, créées en 2001). Les OAT sont remboursées *in fine* (à échéance). Elles sont émises par adjudication le premier jeudi de chaque mois. L'échéance des OAT et la date de paiement du coupon sont fixées au 25 du mois. Les investisseurs institutionnels, et particulièrement les fonds de pension et les compagnies d'assurance, sont les principaux acquéreurs des OAT à 30 (voire 50) ans. Ces produits satisfont leur besoin de placement à long terme et à taux

garanti afin d'honorer, à moindre coût, leurs engagements auprès de leurs assurés, sous forme de retraite complémentaire.

Les **Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel** (BTAN) sont émis pour un endettement à **moyen terme : 2 à 5 ans**. Ils représentaient **20,9%** du financement de la dette négociable en 2004. En 2005, ils devraient représenter 22,1% (184 sur les 832,9 milliards d'euros d'encours). L'échéance d'un BTAN est fixée le 12 du mois. D'un montant minimum d'un million d'euros, les soumissions s'effectuent en prix pied de coupon (coupon couru déduit) exprimés en pourcentage du nominal.

Les **Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté** (BTF) sont l'instrument de gestion de la trésorerie de l'Etat, donc utilisés à **court terme**, c'est-à-dire pour une durée **inférieure à un an**, généralement 3 ou 6 mois. Les BTF sont d'autant plus importants dans la gestion de la trésorerie publique que, depuis le traité de Maastricht, l'Etat ne peut plus recourir à des avances de la Banque de France. Les BTF représentaient **11,6%** du financement de la dette négociable en 2004. Ce taux devrait être le même en 2005 (97 sur les 832,9 milliards d'euros d'encours). Ces besoins de financement à court terme s'expliquent par le décalage entre le rythme d'encaissement des recettes et le rythme de paiement des dépenses, ainsi que par l'échéancier d'amortissement de la dette. Les BTF sont émis chaque lundi par voix d'adjudication.

L'adjudication à la hollandaise (au prix demandé) est préférée à la syndication bancaire (pour plus de détails, cliquez sur [www.aft.gouv.fr](http://www.aft.gouv.fr)).

Evidemment, la règle selon laquelle **les taux courts sont inférieurs aux taux longs** est respectée, le risque étant plus faible (mais la volatilité plus grande) sur une brève échéance. Approximativement, les titres à un an sont remboursés à 2%, ceux à 5 ans le sont à 3%, les titres à 10 ans sont remboursés à 3,5% (voire 4,5%) ... La **baisse actuelle des taux d'intérêt** facilite le financement de la dette. Le taux moyen apparent des encours d'OAT était de 5,86% fin 2003, contre 6,17% fin 2002. Celui des BTAN était de 4,05% fin 2003, contre 3,35% fin 2002.

Le besoin de financement de l'Etat en 2005 devrait être, selon les estimations du Sénat, de **122,5 milliards d'euros**, répartis en amortissement de la dette à long terme (OAT) pour 36 milliards, amortissement à moyen terme (BTAN) pour 41,5 milliards et déficit budgétaire (court terme) de 45 milliards d'euros.

## ***C – Qui détient l'encours de la dette ?***

La part de l'encours de la dette détenue par les **non résidents** est passée de 20% fin 1997 à **49,4% fin 2004 (447,1 milliards d'euros)**. Cela est conforme à la forte présence des investisseurs institutionnels étrangers (fonds de pension américains) sur la place de Paris, quels que soient les titres concernés, et ne doit pas inquiéter les investisseurs nationaux. Les acteurs non-résidents se positionnent particulièrement sur les titres à moyen terme.

En novembre 2004, l'encours total de la dette était de **905,5 milliards d'euros**.

Sur les 611,5 milliards d'euros d'encours d'OAT, 246,9 milliards, soit 40,4% étaient détenus par les non-résidents. Sur les 189,2 milliards d'euros d'encours de **BTAN**, 133,3 milliards, soit **70,5%** étaient

détenus par les non-résidents. Sur les 104,8 milliards d'euros d'encours de BTF, 66,9 milliards, soit 63,8% étaient détenus par les non-résidents.

Les résidents qui achètent des valeurs du Trésor sont essentiellement des **compagnies d'assurance** françaises (à **32,1%**) et des **établissements de crédit** français (pour **15,8%**). Les ménages et sociétés sont des acteurs peu présents sur le marché du financement de la dette : respectivement **1,2 et 1,3%** au second semestre 2004. Cela dit, la présence des ménages est plus importante que ces chiffres laissent paraître. En effet, nous retrouvons les valeurs du Trésor dans la composition des **OPCVM (8,1%** des acteurs du financement de la dette de l'Etat).

## **Conclusion :**

La Grande-Bretagne et l'Italie devraient eux aussi émettre prochainement des emprunts à 50 ans. L'heure n'est plus aux grands travaux et à la relance de l'économie par la dépense publique. Les Etats s'endettent aujourd'hui non pas pour financer d'audacieux projets d'infrastructures mais pour honorer leurs engagements dans le remboursement de leurs dettes.

Du fait de la garantie de remboursement des valeurs du Trésor, assurée par l'AFT, ces titres à la rémunération prévisible seront de plus en plus présents dans la composition d'OPCVM, répondant au besoin de placement à moyen ou long termes en vue d'un complément de retraite. Sachant que ce besoin est en partie motivé par une incertitude concernant l'avenir du système social, qui est lui-même la principale motivation au financement de l'Etat, le serpent donne l'impression de se mordre la queue !