6 novembre 2014

Romain Metivet
E-mail

France : la fin de la dette pas chère ?

Voilà un titre légèrement provocateur lorsqu'on sait que le service de la dette publique est aujourd'hui le premier poste de dépense de l'État.

Mais en dépit de ce fardeau gargantuesque qu'est notre dette publique (qui vient de dépasser les 2000 milliards d'euros) , nous sommes pour le moment relativement chanceux : le taux auquel nous empruntons est à un niveau historiquement bas. Cela a permis à notre gouvernement d'économiser des sommes non négligeables sur les deux dernières années. Si la charge des intérêts représentait 46,3 milliards d'euros en 2012, elle ne sera "que" de 44,9 milliards en 2014, malgré des déficits continus.

Le projet de loi de finance de 2015 prévoit d'ailleurs que cette charge va continuer de baisser pour atteindre 44,3 milliards d'euros. D'un point de vue symbolique, cette estimation permet de faire reculer la charge de la dette au deuxième rang des postes de dépense les plus importants, juste après l'éducation nationale.

Rien ne garantit un tel scénario. Au contraire, il est fort probable que nous connaissions une correction des taux d'intérêts à la hausse, et ce pour deux raisons principales :
i) la conjoncture et la déconnexion entre le marché obligataire et la réalité économique française qui atteint son paroxysme
ii) le jeu de l'offre et de la demande deviendra défavorable, surtout en 2015.

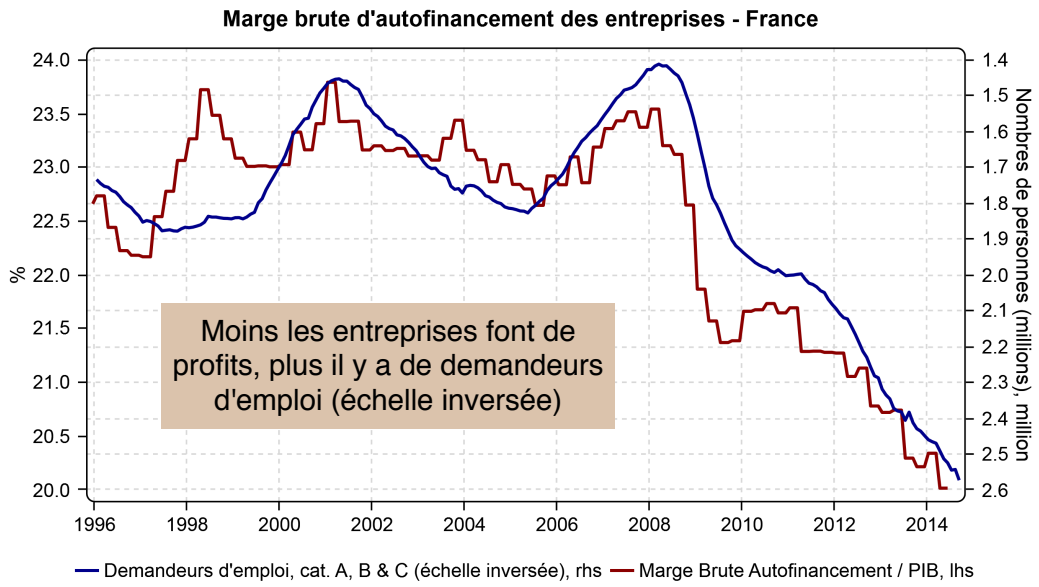
La dégradation continue des fondamentaux

La conjoncture française n'encourage guère l'optimisme. Avec une croissance anémique, un chômage galopant et un déficit qui peine à diminuer, la situation du pays n'inspire pas confiance.

Des taux si bas (aux alentours de 1,2%) constituent une rare opportunité pour un pays. Ils permettent d'entreprendre des réformes et de racheter les rentes à des coûts limités. Malheureusement, la politique économique française n'a pas été à la hauteur des enjeux que ce soit en terme de dépense publique, de modernisation des systèmes sociaux ou de réforme du marché du travail.

Par conséquence, la santé du secteur privé continue de se détériorer. Forcé de supporter le poids de l'État et faisant face à une dure concurrence avec une monnaie trop forte, ses marges se rétrécissent dangereusement. Et contrairement aux idées reçues, c'est de là que vient le problème de l'emploi : nos entreprises ont de plus en plus de mal à investir et leur réserves se tarissent. Qui voudrait embaucher dans un tel contexte ?

Le graphique suivant met en évidence cette relation.



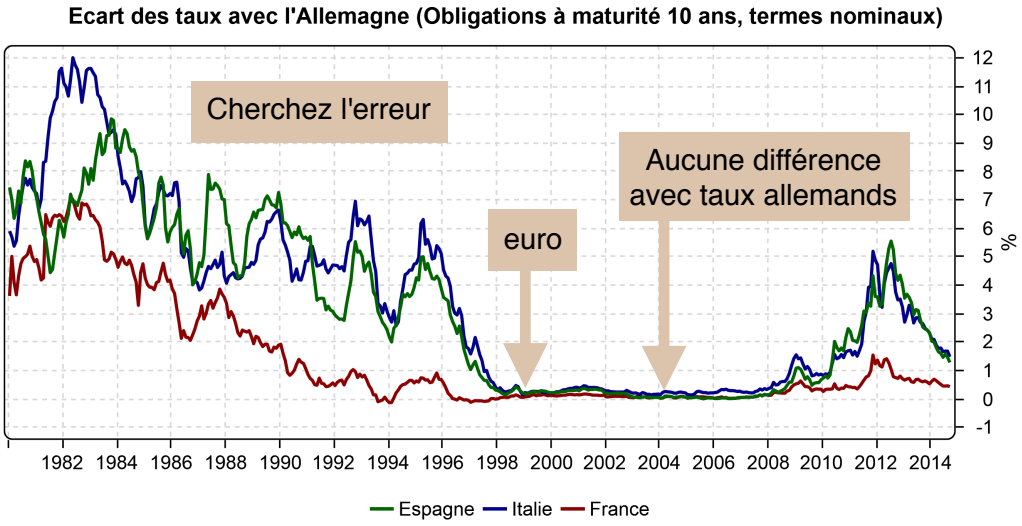
Dans une telle situation, les déficits sont difficiles à contenir. Comment pourrait-il en être autrement lorsque la perte de compétitivité des entreprises érode la base fiscale et le chômage fait exploser les coûts sociaux ?
Les efforts actuels, principalement orientés vers une hausse des prélèvements plutôt qu'une réelle baisse des dépenses, n'améliorent guère la situation et pourraient être réduits à néant si la clémence des marchés à notre égard prenait fin.

Un simple glissement des taux d'intérêts réels vers la moyenne de 2010-2011 (soit une augmentation des taux nominaux actuels d'environ 0,9%) mènerait à de conséquentes difficultés budgétaires : rien que pour 2015 le surcoût immédiat serait de plus de 2 milliards d'euros, soit 9,5% des économies avancées par le gouvernement. Si cette hausse devait se pérenniser, la charge de la dette pourrait augmenter de l'équivalent de 1% du PIB, soit plus de 21 milliards d'euros par an. À titre de comparaison, le budget du ministère de l'intérieur pour 2015 atteint 18,24 milliards d'euros.

2015 sera également la dernière année avant que la dette publique ne dépasse le seuil psychologique des 100% du PIB.

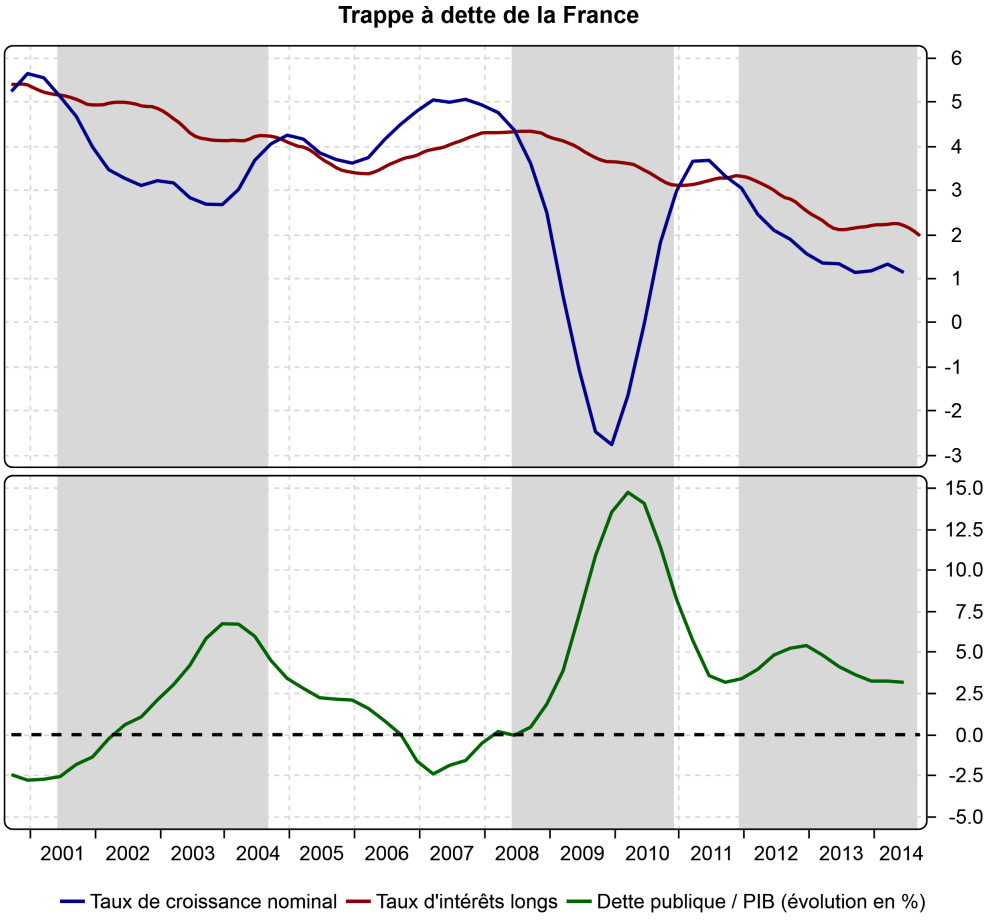
Au delà des considérations macroéconomiques, c'est bien l'attitude des investisseurs qui détermine le taux d'intérêt. Le mois dernier, le dirigeant d'un grand fonds d'investissement, David Einhorn, a recommandé publiquement, présentation à l'appui, de parier à la baisse sur la dette française (donc une hausse des taux). Réputé et médiatique, son analyse pourrait bien être l'impulsion qui amènera de plus en plus d'investisseurs à douter de la dette française, réputé "sans risque".

Car un des drames de l'euro a bien été de faire croire que toutes les obligations de la zone se valaient. Sur le graphique suivant, on peut observer l'écart des taux avec l'Allemagne.

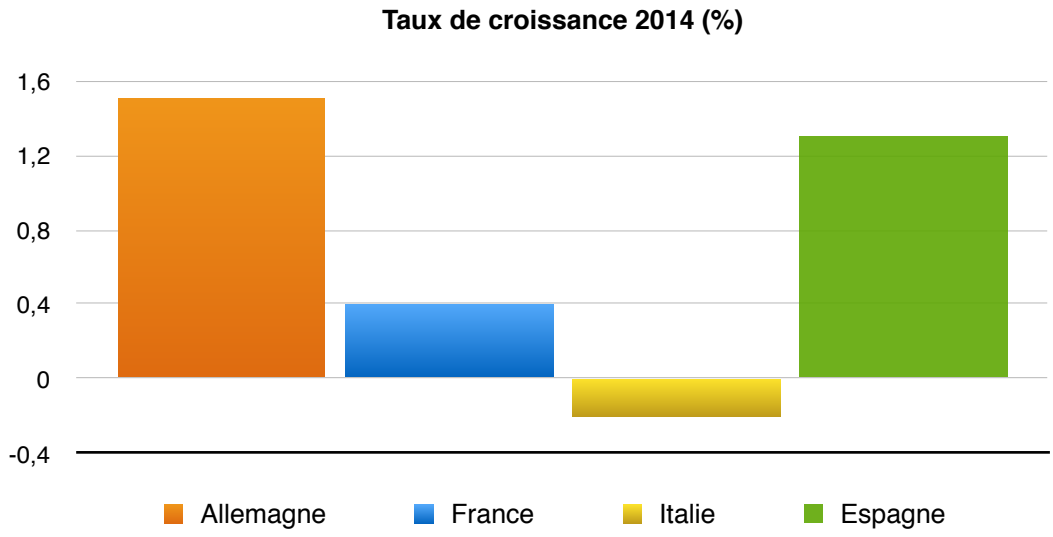


Entre 1999 et 2008, l'écart était littéralement de 0 entre une obligation italienne, espagnole ou grecque, et une obligation allemande. Ce très faible *spread* demeure entre la France et l'Allemagne, pays qui a connu un surplus budgétaire en 2013. Malgré cette "anomalie", nos difficultés ne peuvent que s'aggraver.

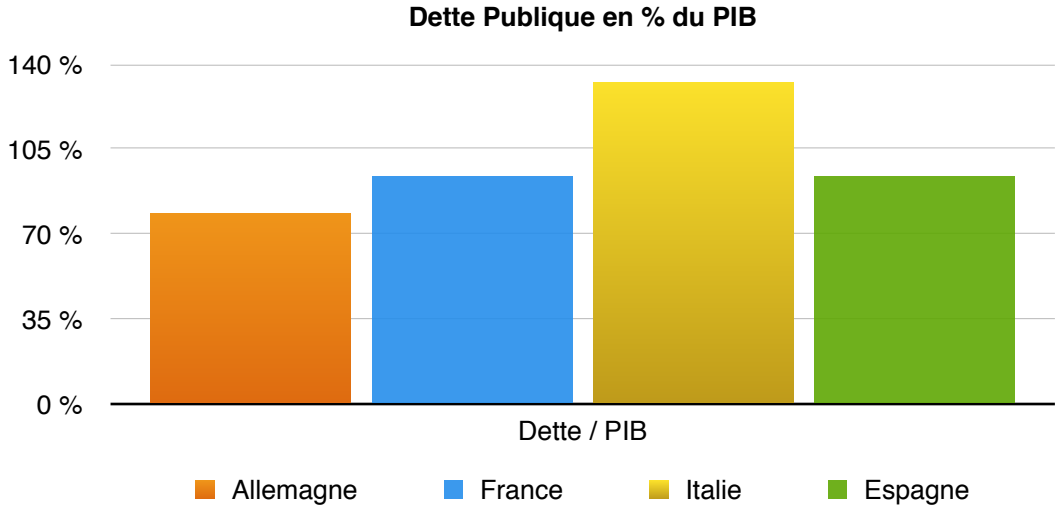
Comme l'a souvent répété Charles Gave, nous sommes actuellement dans une trappe à dette : le taux d'intérêt à long terme est plus élevé que notre croissance nominale. Le lecteur observera facilement sur le graphique suivant que c'est dans ce genre de situation (zone grisée) que la dette augmente (hausse puis maintien du taux d'accroissement au dessus de 0)



La situation relative de la France vis-à-vis des autres pays européens importe beaucoup dans la détermination du taux d'intérêt. Si l'on regarde le taux de croissance, la France est loin d'être bien lotie, et la prévision de 2015 (+0,7%), s'avère on ne peut plus optimiste.

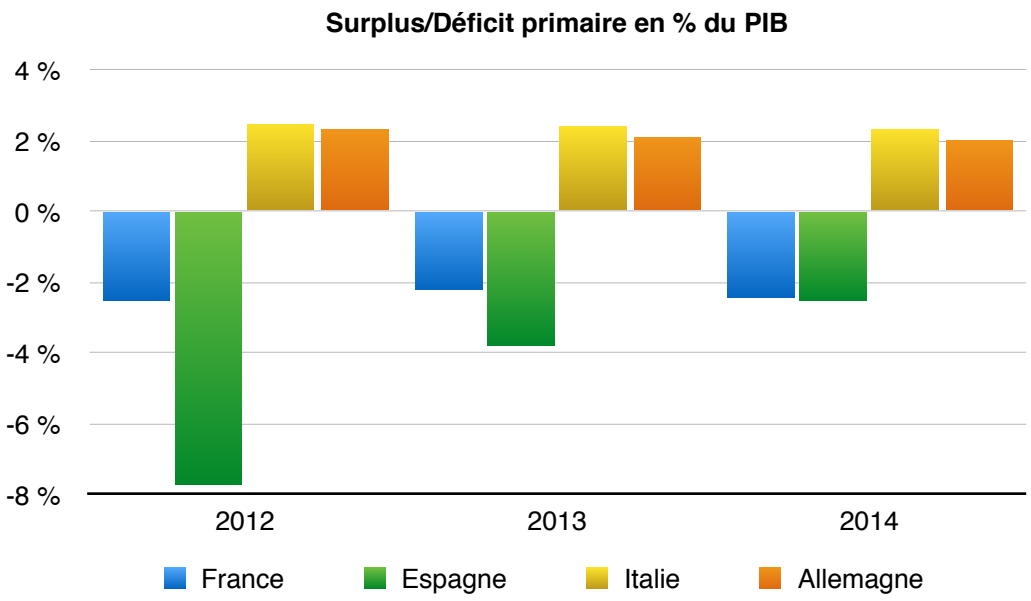


La dette publique par rapport au PIB n'est pas l'indicateur idéal (car il est le ratio d'un stock sur un flux) mais il est cependant souvent utilisé et représentatif. La France est au même niveau que l'Espagne et l'Allemagne s'en tire mieux, une fois de plus. Avec 132,5% du PIB, la dette italienne domine ce panel.



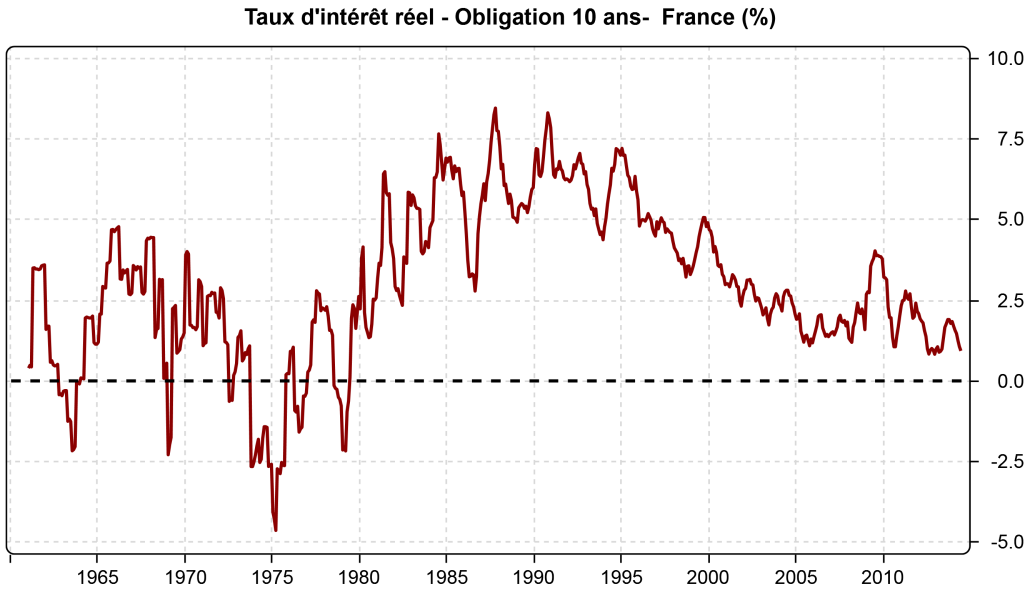
Concernant la maîtrise des dépenses publiques, le balance primaire est un indicateur très intéressant : elle correspond au déficit publique avant les dépenses liées à la dette, soit l'équilibre structurel du l'État.

En mesurant les coûts de fonctionnement du secteur public, on s'aperçoit que des efforts conséquents ont été faits par l'Espagne. Elle a su faire passer son déficit primaire de près de 7,8% en 2012 à 2,3% cette année. L'Italie a un surplus primaire, ce depuis longtemps, ce qui lui avait d'ailleurs permis de réduire sa dette/PIB depuis les années 90. L'Allemagne a également un surplus. En France, le déficit primaire est stable et ne connait aucune amélioration, il est aussi prévu par la commission que le déficit publique sera le plus important de toute l'Union Européenne en 2016.



Si l'Italie et l'Espagne ont des dettes plus importantes, la première présente une meilleure situation budgétaire et la deuxième une meilleure perspective de croissance.

Si l'on regarde le taux réel français des obligations à 10 ans (taux nominal moins l'inflation, ce qui représente le véritable coût de la dette), nous sommes en dessous de la moyenne de la période 1960-1970 durant laquelle la croissance et les surplus budgétaires étaient au rendez-vous.



Les réformes récentes prises par Matteo Renzi sont bien plus courageuses que celles entreprises par son homologue français : véritable réforme du code du travail, baisse d'impôts, suppression du Sénat… D'un point de vue macro-économique et politique, peu de choses justifient un tel écart entre les taux italiens et français. Et rien ne justifie des taux aussi proches de l'Allemagne.

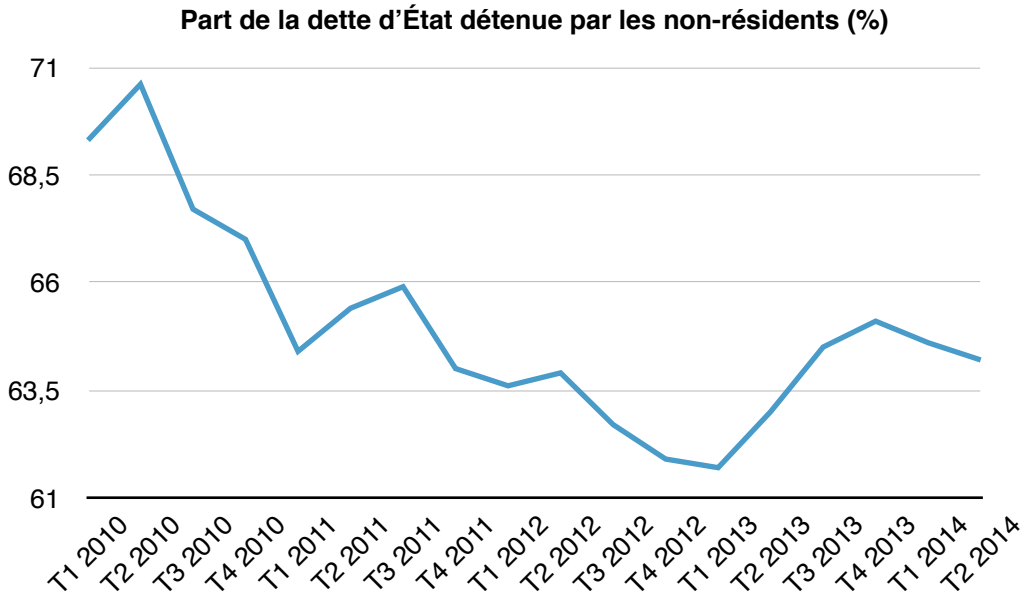
L'offre et la demande

Cependant la conjoncture ne permet pas toujours de bien anticiper et comprendre les évolutions du marché. En fin de compte, ce qui détermine un prix, c'est avant tout l'offre et la demande.

Pour les obligations, le prix et le taux d'intérêt ont une relation inversée : si le prix monte, le taux d'intérêt diminue, et réciproquement.

Si pour une raison X ou Y, rationnelle ou pas, tous les japonais veulent leur petite part du trésor public français, la demande fera monter les prix et donc baisser le taux d'intérêt.
C'est d'ailleurs ce mécanisme qui a été à l'oeuvre ces dernières années aux États-Unis : la Réserve Fédérale a racheté massivement des obligations et par conséquent fait baisser le taux d'intérêt. Notons que ce genre d'intervention directe n'est pas envisageable en Europe à cause des statuts de la Banque Centrale Européenne (et l'Allemagne ne souhaite pas les modifier).

Du côté de l'"offre", l'année 2015 connaîtra un "pic" d'émission de dette, égalant le précédent record de 2010 avec plus de 188 milliards d'euros. Il est également à prévoir que le déficit sera plus important que ce qui est avancé par la loi de finances, de l'aveu même de la Cour des Comptes ou de la



commission européenne.

Concernant la "demande", la fin du dernier *quantitative easing* aura certainement comme effet une hausse des taux ainsi qu'une appréciation du dollar. Cela devrait réorienter les flux vers les obligations américaines au détriment des européennes. Notons qu'en termes réels, une obligation apple rapporte 1,3% contre 0,9% pour une Obligation Adossée au Trésor (OAT) française… Le rendement réel d'un obligation américaine est elle de 0,6%, avec une tendance à la hausse. En s'attendant à une appréciation du dollar, l'épargnant, japonais par exemple, a tout intérêt à placer son argent aux États-Unis plutôt qu'en France.

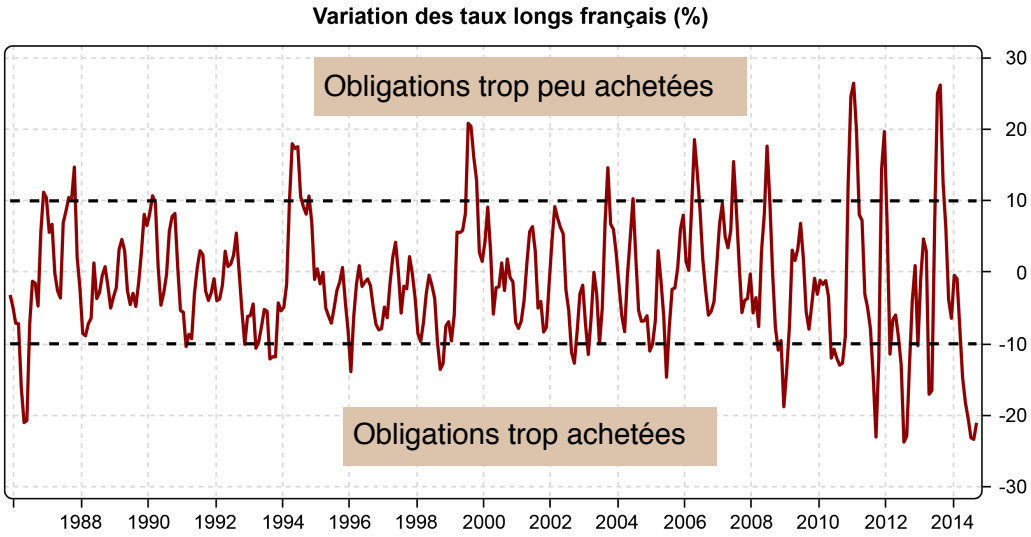
Ces dernières années, la dette publique a été particulièrement prisée par les institutions françaises comme en témoigne le déclin de la détention de la dette par les non-résidents :

À titre indicatif, l'écart entre 2010 et aujourd'hui représente près de 112 milliards d'euros passés des mains des non-résidents vers les résidents.

Les français sont de grands épargnants mais la tendance est toutefois à la baisse depuis 2009 (16,2% contre 15,1% en 2013). Avec une croissance faible et un pouvoir d'achat qui se détériore (il est aujourd'hui équivalent à celui de 2004), les français vont devoir de plus en plus ponctionner dans leur épargne. Cela va mécaniquement diminué l'offre, et le rebond du premier trimestre 2014 ne risque pas d'inverser la tendance.

Dans un scénario déflationniste, les investisseurs se tournent en général vers les obligations d'état à maturité très longue. Mais dans le cas de la zone euro cela augmenterait le risque de défaut et de dissolution de la monnaie commune. La réaction des marchés est donc difficile à anticiper.

Un indicateur technique pertinent pour évaluer la relative sur-demande ou sous-demande est d'étudier la variation historique des taux et d'observer son comportement lorsqu'elle dépasse certains niveaux plafond ou plancher.
Il apparait clair que les obligations français ont, depuis la fin 2013, été très populaires auprès des investisseurs internationaux. Cependant, nous avons dépassé de loin le niveau plancher qui nous indique le plus souvent une



La demande pour la dette française devrait donc se tarir et s'orienter vers des obligations à rendement similaire mais moins risqués. En parallèle, l'offre devrait certainement augmenter. Si la demande baisse et l'offre augmente, les prix baissent, et le taux augmente. CQFD.

Le gouvernement serait bien avisé de se préparer à une hausse des taux, d'arrêter les beaux discours et de prendre des mesures "choc". À des niveaux de popularité aussi bas, il n'a plus rien à perdre…