

## Emprunt d'Etat Français : pourquoi, comment, quels effets ?

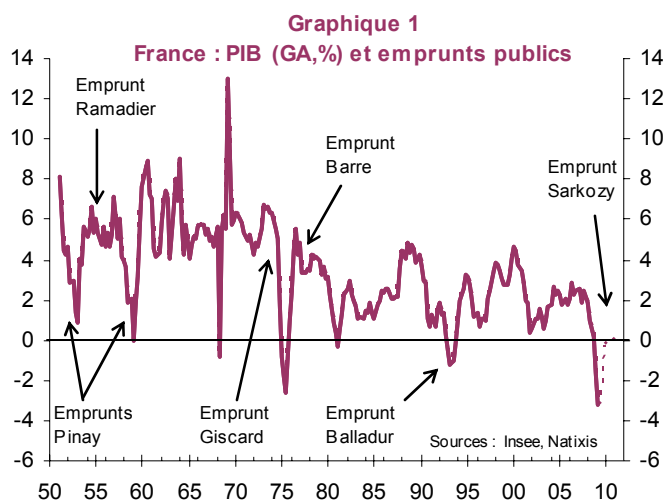
*Conformément à l'annonce faite par le Président de la République lors du Congrès de Versailles, la France lancera début 2010 un grand emprunt d'Etat dont les modalités et l'affectation restent largement inconnues.*

*Nous tentons toutefois dès à présent de définir ce que pourraient être les « priorités stratégiques » du gouvernement et, partant des montants évoqués (entre 80 et 100 milliards d'euros), d'anticiper l'impact de cet emprunt :*

- *sur le taux et la structure d'épargne des ménages français : si le taux d'épargne ne devrait être que marginalement affecté, une décollecte significative sur les supports d'épargne contractuelle nous semble en revanche très probable, concomitamment à un assèchement des flux sur les supports assurance-vie.*
- *sur les finances publiques et le coût de financement de l'Etat : la hausse spontanée du stock de dette publique induite par un emprunt de 100 Mds d'euros provoquerait une hausse de l'ordre de 0,2 point de PIB des déficits structurels, et renchérirait de manière sensible les coûts de financement de l'Etat français (+10 points de base par rapport au Bund).*

## Des modalités encore inconnues

L'idée d'un grand emprunt national n'est pas nouvelle. Plusieurs initiatives de ce type se sont en effet succédées, avec plus ou moins de succès, dans l'histoire de France contemporaine (voir l'annexe pour un rapide historique). Souvent décidés en période de crise (**graphique 1**) afin de fédérer les français autour d'une cause ou d'un grand projet national, **ces emprunts se sont en règle générale révélés très coûteux pour les finances publiques**. Nous étudions ici les effets probables du grand emprunt annoncé par le Président de la République sur l'économie française à moyen terme, plus particulièrement son impact sur les finances publiques et sur les choix d'allocation des ménages.



**L'emprunt sera lancé début 2010.** D'ici là le gouvernement définira, en concertation avec les partenaires sociaux, les parlementaires, et des représentants de la société civile, les priorités stratégiques auxquelles le produit de l'emprunt devra être affecté. **Aucune information officielle n'est pour l'heure disponible** en termes de montant, de taux, ou de possible mixité (uniquement public et/ou recours partiel aux investisseurs ou au marché) de l'emprunt. Ces modalités seront dévoilées à l'issue du processus de concertation, probablement au début du mois de novembre.

## Objectif : financer des « dépenses d'avenir »

Le gouvernement a confirmé les grands principes énoncés par le Président de la République à Versailles. **Le grand emprunt ne devrait en aucun cas servir à financer l'excès de déficit public**, même si les ordres de grandeur souvent évoqués pourraient le suggérer<sup>1</sup>. A l'inverse, les sommes collectées ne devraient financer que des dépenses dites « d'avenir » ou « porteuses de croissance ». Reprenant la terminologie utilisée par le Président de la République, il s'agirait d'une « bonne dette », contractée pour financer des investissements publics « structurants, dont la rentabilité financière et socio-économique est clairement appréhendable »<sup>2</sup>.

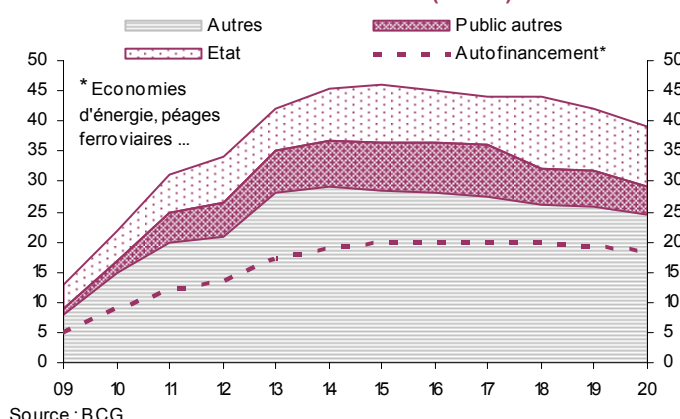
<sup>1</sup> Le chiffre de 100 Mds d'euros correspond peu ou prou à l'augmentation du déficit public prévu en 2009/2010 (5 points de PIB).

<sup>2</sup> Voir : <http://www.gouvernement.fr/premier-ministre/francois-fillon-sur-l-emprunt-national>

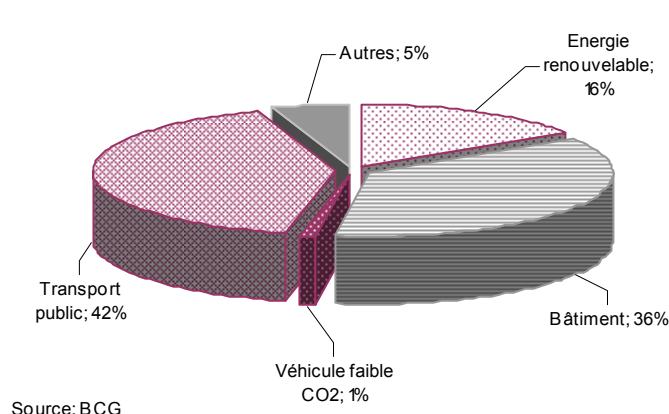
Quelques pistes ont d'ores et déjà été évoquées par le gouvernement. Dans la mesure où le Chef de l'Etat considère que « les dépenses liées à la mise en œuvre du Grenelle Environnement sont les plus rentables qui soient » (elles pourraient générer jusqu'à 600K emplois<sup>3</sup>), une part prépondérante du produit de l'emprunt devrait y être consacrée. Le premier ministre a confirmé cette orientation en citant à plusieurs reprises « la croissance verte et le développement durable », « les écotechnologies » ou encore la « voiture du futur » lors de ses différentes interventions. Si ces quelques exemples restent relativement vagues, la lecture des engagements pris lors du Grenelle Environnement (qui supposent à eux seuls une dépense publique cumulée de plus de 170 Mds d'euros à l'horizon 2020, **graphique 2**) autorise une première segmentation des dépenses « environnementales » probablement financées par le futur emprunt public. Celles-ci devraient être essentiellement concentrées dans trois grands domaines, sans que l'on sache encore précisément la forme que prendra l'intervention publique (**graphique 3**) :

- Les transports publics : développement d'infrastructures de transport alternatives à la route (transports en commun en Ile-de-France, autoroutes ferroviaires et maritimes, lancement de 2000km de lignes grande vitesse à l'horizon 2020...)
- Les énergies renouvelables : financement de la recherche sur les technologies off-shore, développement de l'éolien, des biocarburants, des sources d'énergie photovoltaïque, solaire thermique...
- Le bâtiment : isolation thermique des logements anciens (15% du parc de résidences principales en 12 ans), rénovation thermique des 250 millions de m2 des bâtiments d'Etat et des collectivités territoriales, des 800K logements sociaux...

**Graphique 2**  
Financement des activités liées aux mesures du Grenelle Environnement (Mds €)



**Graphique 3**  
France: ventilation des dépenses publiques liées au Grenelle Environnement



<sup>3</sup> Voir l'étude du Boston Consulting Group (BCG), Réflexion sur le portefeuille de mesures Grenelle Environnement.

Face à cette première cohorte de priorités environnementales, ont également été cités comme chantiers prioritaires (parfois de manière redondante) :

- l'aménagement du territoire ;
- l'éducation et l'insertion ;
- la recherche et l'enseignement supérieur ;
- la santé ;
- l'innovation ;
- la formation professionnelle ;
- la compétitivité.

Il est pour l'heure peu évident de se prononcer sur la hiérarchisation des priorités qui résultera du processus de concertation qui se tiendra cet été. Les pouvoirs publics ont néanmoins insisté sur leur volonté d'éviter toute logique de saupoudrage des fonds souscrits, écueil inhérent à ce type de projet<sup>4</sup>. Au-delà de la polémique actuelle sur l'opportunité d'un plan de relance supplémentaire, et malgré les difficultés évidentes de chiffrage d'impact sur la croissance, **la mise en œuvre des projets financés par cet emprunt soutiendrait naturellement l'activité à partir de 2011**. A cet égard, l'impact sur l'activité lié à cette montée en puissance de l'investissement public (près d'un point de PIB par an dans le cadre du Grenelle Environnement) sera d'autant plus prononcé que les projets sont appelés à être cofinancés (cf. graphique 2) à travers notamment la création de multiples partenariats public-privé (pour le financement de la recherche/développement, pour la rénovation thermique des bâtiments...).

### Vers un emprunt mixte?

Les conséquences de l'emprunt sur les finances publiques (montant de dette et de déficit publics, coût de financement de l'Etat...) et sur l'épargne des ménages (choix d'allocation et taux d'épargne financière, décollecte sur certains supports...) dépendront très étroitement des choix du gouvernement en matière de montant, de taux (donc de maturité) et de régime fiscal (pour la partie « publique » de l'emprunt, si l'emprunt devait être mixte).

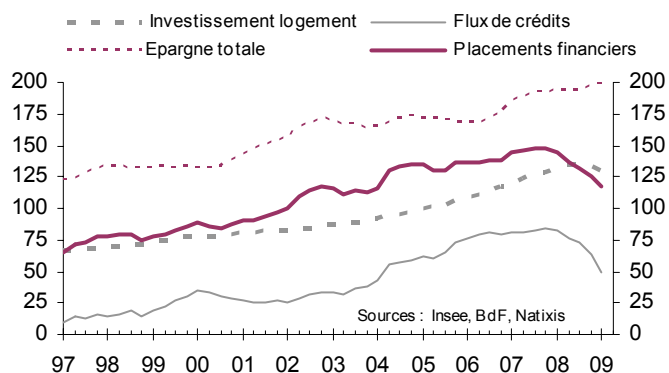
S'agissant du montant de l'emprunt, le chiffre de 100 Mds d'euros est souvent évoqué, du moins comme ordre de grandeur. Concernant sa nature (mixte ou uniquement public), les propos tenus par différents membres du gouvernement sont en revanche assez contradictoires. **Nous pensons pour notre part qu'il sera mixte à moins que l'Etat, sous l'hypothèse d'un emprunt de 100 Mds d'euros, ne se résolve à « siphonner » les quatre cinquièmes des flux annuels d'épargne des ménages français (126 Mds d'euros en 2008<sup>5</sup>, graphique 4). Un tel cas de figure nous semble en effet peu probable en raison des difficultés de placement qu'un tel emprunt public soulèverait, nonobstant les difficultés que les banques françaises pourraient également rencontrer, à l'heure où celles-ci tentent de reconstituer leur matelas de dépôts (mis à mal par la forte décollecte enregistrée depuis plusieurs années sur les supports d'épargne contractuelle, graphique 5). D'une manière générale, nous pensons que le placement d'un montant proche de 100 Mds d'euros ne serait pas sans poser des sérieuses difficultés, quelle que soit la nature de l'emprunt (voir plus loin). Si nous retenons par la suite comme hypothèse un montant d'emprunt de l'ordre de 100 Mds d'euros, nous gardons naturellement à l'esprit qu'il s'agit là d'un plafond que le gouvernement ne cherchera pas nécessairement à atteindre.**

<sup>4</sup> Le gouvernement a d'ores et déjà fait savoir que les investissements occasionnant des dépenses publiques reconductibles (pérennes) ne seraient pas éligibles. De même, les dépenses de rénovation des bâtiments publics sembleraient devoir être écartées.

<sup>5</sup> Calculé comme la somme des flux d'épargne et des flux de crédit diminuée des flux d'investissement logement. Les flux de placements financiers ainsi obtenus diffèrent sensiblement de ceux affichés dans les comptes financiers trimestriels de la Banque de France (100 Mds d'euros en 2008, hors effet valorisation). Les ordres de grandeur et la tendance sont en revanche similaires sur le long terme.

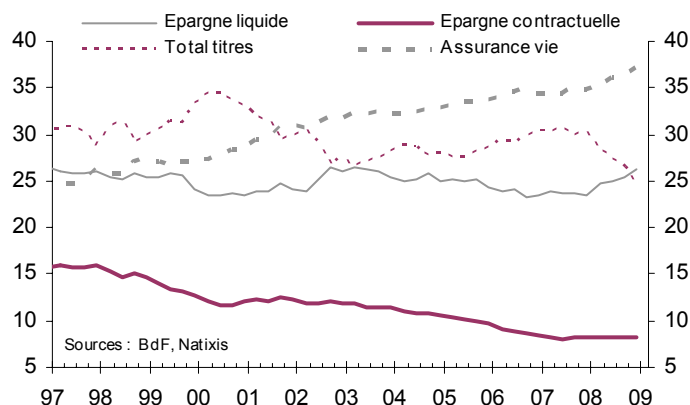
Graphique 4

France : crédit, investissement logement  
épargne totale et épargne financière  
des ménages (cumul 4T, Mds €)



Graphique 5

France : structure de l'épargne financière des  
ménages (% de l'encours)



Nous raisonnons par la suite à partir des supports d'épargne actuellement disponibles afin d'appréhender l'impact de l'emprunt sur l'épargne financière des ménages et sa structure, ainsi que sur la trajectoire des finances publiques et le coût de financement de l'Etat.

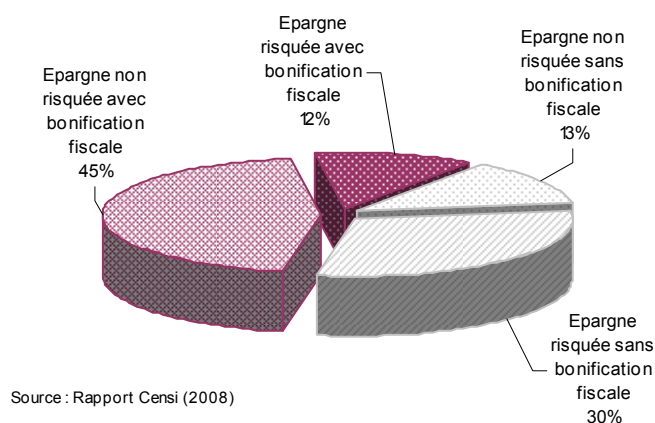
### Quel rendement pour les ménages?

A l'heure où nous écrivons ces lignes, nous ignorons si l'Etat retiendra une maturité d'emprunt moyenne (5/7 ans), longue (10/15 ans), ou très longue (supérieure à 20 ans). Nous ignorons également si celui-ci donnera lieu au détachement d'un coupon annuel ou s'il sera remboursable dans sa totalité (capital + intérêts) *in fine*. La probabilité d'un emprunt zéro-coupon nous semble néanmoins d'autant plus forte que la maturité retenue sera courte. Nous ignorons enfin si l'emprunt sera indexé sur l'inflation. En cas de maturité longue, ou très longue (rente perpétuelle), une indexation sur l'inflation renforcerait en effet l'attractivité de l'emprunt auprès des ménages. Nous pensons toutefois que cette solution serait particulièrement risquée et que le gouvernement aura retenu les enseignements de la poussée inflationniste de 2008 (un surcoût de 4 Mds d'euros en exécution) et y renoncera.

Plus fondamentalement, nous pensons que le « succès » de l'émission publique dépendra surtout du rendement affiché et de la fiscalité des intérêts (i.e. du rendement net). A cet égard, et pour des rendements nets similaires, on peut d'ores et déjà noter une préférence sensible des ménages français pour les produits d'épargne défiscalisés<sup>6</sup> (ou bénéficiant d'avantages fiscaux substantiels, voir encadré 1 et graphique 5 bis ci-après).

Graphique 5 bis

Structure de l'épargne financière des ménages  
(2007)



<sup>6</sup> Il peut en effet s'avérer plus avantageux pour certaines catégories de ménages de ne pas avoir à déclarer de revenus d'intérêts afin de ne pas gonfler leur revenu fiscal de référence (éligibilité aux aides sociales et familiales).

## Encadré 1 : fiscalité de l'épargne

Les revenus générés par l'épargne des ménages français sont soumis à trois grandes catégories d'impôts :

- Les **prélèvements sociaux** (CSG + CRDS : 12,1%). Ces prélèvements concernent théoriquement tous les revenus d'épargne, quel que soit le type de placement. Sont néanmoins exonérés de prélèvements sociaux : les livrets A, les livrets bleus, les livrets de développement durable (ex-CODEVI), les livrets d'épargne populaire et les livrets jeunes.
- L'**imposition au titre de l'impôt sur le revenu** : soit les ménages choisissent d'être taxés de manière progressive (barème IRPP), soit ils optent pour le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL) au taux de 18%. Cette dernière solution permet de ne pas intégrer les revenus des placements ou les plus-values perçues dans l'assiette de calcul de l'IRPP.
- L'**imposition sur les plus-values** réalisées lors de la revente de titres. Celles-ci sont soumises à la même fiscalité que les intérêts (12,1% + 18% ou IRPP). Elles sont exonérées d'impôts lorsque le montant des cessions annuelles est inférieur à 25730 € (depuis 2009).

Le tableau ci-dessous résume les principaux régimes d'imposition des différents supports d'épargne financière.

Selon la DGTPE<sup>7</sup>, la fiscalité sur l'épargne des ménages français reste modérée, le taux moyen d'imposition se situant autour de 10%. Les dérogations fiscales représenteraient toutefois un coût pour l'Etat de l'ordre de 13 milliards d'euros par an.

### Fiscalité libératoire des revenus de l'épargne en fonction du type de produit

Produits d'épargne	Prélèvements			Remarques
	Sociaux	Fiscaux	Total	
<b>Comptes sur livret et épargne contractuelle</b>				
Livret A, Livret jeune, livret de développement durable (ex Codevi), livret bleu	0,0%	0,0%	0,0%	Plafonds : 15.300€ (A, bleu), 1.600€ (jeune), 6.000€ (LDD)
Livrets ordinaires	12,1%	18,0%	30,1%	PFL optionnel
LEP	0,0%	0,0%	0,0%	Condition de revenu pour le titulaire. Plafond : 7.700€
CEL	12,1%	0,0%	12,1%	Plafond : 15.300€. Imposition au fil de l'eau
PEL	12,1%	0,0%	12,1%	Plafond : 61.200€. Imposition au dénouement, ou au fil de l'eau au-delà de 10 ans. Imposition des intérêts à 18% (+12,1%) ou à l'IR (au choix) au-delà de 12ans
PEP	12,1%	0,0%	12,1%	Imposition au fil de l'eau. Ouverture de nouveaux PEP interdite depuis le 24/09/2003.
<b>Assurance vie (&gt;8ans)</b>				
Contrats DSK/Sarkozy	12,1%	0,0%	12,1%	PFL optionnel. PFL = 15% si durée comprise entre 4 et 8 ans, 35% si durée < 4 ans. Exonération d'impôt si retrait < 4.600€ / pers / an
Contrats en euro	12,1%	7,5%	19,6%	
Contrats en unité de compte	12,1%	7,5%	19,6%	
<b>Obligations et titres monétaires négociables en direct</b>				
Intérêts	12,1%	18,0%	30,1%	PFL optionnel
Plus-values	12,1%	18,0%	30,1%	PFL optionnel. Seuil de cession : 25.730€
<b>Actions</b>				
Dividendes	12,1%	18,0%	30,1%	CSG partiellement déductible (5,8%). Abattement de 40%. PFL optionnel. Pas d'abattement si PFL
Plus-values	12,1%	18,0%	30,1%	Seuil de cession : 25.730€. PFL optionnel
PEA (>5ans)	12,1%	0,0%	12,1%	Plafond (132K€ / pers)

Sources : DGTPE, Natixis

<sup>7</sup> Voir DGTPE (2005), Document de Travail n° 92 : « Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne »



Dans la mesure où ni la maturité ni le régime fiscal de l'emprunt ne sont actuellement connus, il paraît encore délicat de se prononcer sur un taux d'émission garantissant le succès de la souscription publique<sup>8</sup>. Toutes choses égales par ailleurs (en particulier le niveau et la pente de la courbe des taux au moment où l'emprunt sera émis), on peut néanmoins penser que le rendement (à 5 ans) offert par EDF lors de sa dernière émission auprès des particuliers (4,5% brut, sans aucun avantage fiscal, soit un rendement net de 3,15%<sup>9</sup>) constituera un majorant du rendement qui sera finalement offert par l'Etat, si l'Etat retient une maturité de proche de 5 ans (ce qui nous paraît extrêmement court au regard de l'horizon des « dépenses d'avenir » souvent évoquées, notamment celles liées à la mise en œuvre du Grenelle Environnement).

Le futur emprunt public entrera aussi en concurrence avec les supports d'épargne existants. Nous pensons à cet égard que **l'arbitrage des ménages se fera pour l'essentiel entre actifs d'une même classe de risque<sup>10</sup> et de liquidité**, en termes de nouveaux flux et/ou d'éventuelle décollecte sur certains supports. Au regard des rendements bruts et des régimes fiscaux afférents aux produits d'épargne actuellement disponibles, nous pensons qu'un minorant du taux d'emprunt d'Etat devrait être proche de ceux proposés sur les dépôts à terme de plus de deux ans (i.e. les PEL, les PEP et les autres dépôts à terme de plus de deux ans, représentant un encours de près de 230 Mds d'euros au T1 2009, **graphique 6**). En termes nets, ces supports d'épargne offrent des rendements compris entre 2 et 3% (2,2% pour les rendements nets des PEL hors primes, autour de 3% pour les PEP)<sup>11</sup>. En cas d'émission à plus long terme (à un horizon proche, par exemple, de la fin de la prochaine législature<sup>12</sup>), voire à très long terme, l'emprunt entrerait en concurrence avec les placements en assurance-vie (dont la défiscalisation maximale est atteinte au bout de huit ans, cf. encadré 1), supports d'épargne privilégiés par les ménages français depuis plusieurs années (près des deux-tiers des flux annuels d'épargne financière, hors période de crise, pour un encours supérieur à 1200 Mds d'euros fin 2008, **graphique 7**). Ces placements offraient un rendement annuel brut estimé autour de 4,5% en 2008 (4% net de prélèvements sociaux).

<sup>8</sup> Si régime fiscal particulier il y a... le gouvernement paraissait au départ peu disposé à renoncer aux futures rentrées fiscales sur les intérêts d'emprunts (cf. les 13 Mds d'euros de manque à gagner, en 2004, liés aux multiples dérogations fiscales sur l'épargne, voir encadré 1). Il semblerait toutefois que l'emprunt puisse être logé au sein des PEA (c'était le cas de l'emprunt Balladur en 1993), c'est-à-dire que les intérêts ne soient assujettis qu'aux seuls prélèvements sociaux (CSG et CRDS), voire au sein des contrats assurance-vie (voir encadré 1).

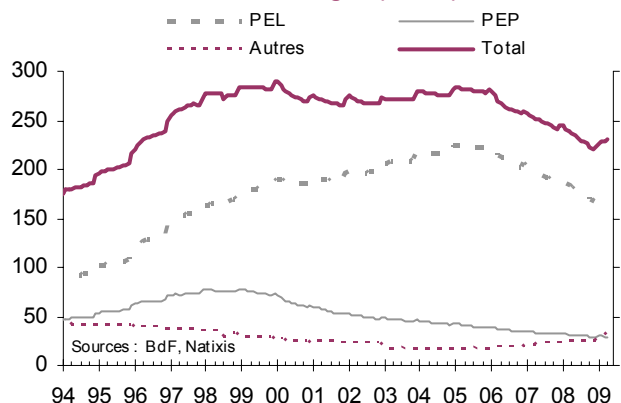
<sup>9</sup> Le rendement net sera naturellement supérieur pour les ménages ne retenant pas le prélèvement forfaitaire libératoire (i.e. optant pour un taux d'IRPP inférieur à 18%).

<sup>10</sup> Voir Special Report n°2009-200 : « le "grand emprunt" et l'épargne des français ». En cas de reprise forte des marchés boursiers en 2010, les ménages pourraient toutefois être incités à réinvestir en actions. On notera toutefois la plus faible appétence des ménages français (relativement aux ménages anglo-saxons) pour les actifs risqués (15% seulement de leur patrimoine financier en détention directe, 15% en détention indirecte), du fait des distorsions introduites par la fiscalité sur l'épargne et de l'existence d'un système de retraite par répartition (voir DGTPE (2005)). Devrait également jouer en défaveur des achats d'actions, à court terme, la très forte baisse des marchés boursiers observée depuis près de deux ans (effet mémoire).

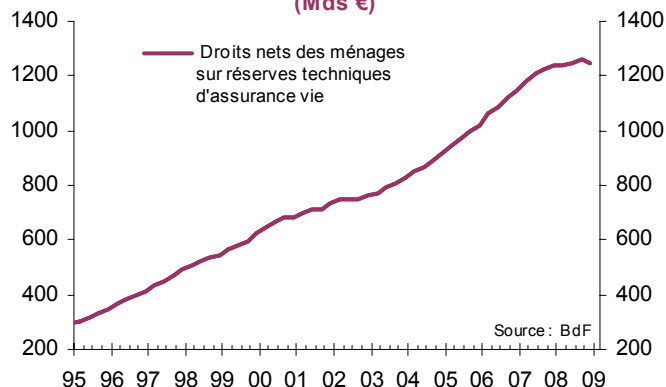
<sup>11</sup> Ces informations ne sont pas accessibles au niveau macroéconomique. La Banque de France publie des séries de taux d'intérêts sur l'ensemble des dépôts à terme supérieurs à deux ans pour les ménages ET les sociétés non financières. Pour les ménages stricto sensu, seules les séries de taux d'intérêt sur les PEL (avec et hors primes) sont disponibles.

<sup>12</sup> 2017, sauf modification du calendrier électoral.

**Graphique 6**  
France : encours de dépôts à terme (> 2 ans)  
des ménages (Mds €)



**Graphique 7**  
France : droits nets des ménages sur réserves  
techniques d'assurance vie  
(Mds €)



Au final, l'hypothèse la plus probable nous semble être celle d'un emprunt public assorti d'une défiscalisation partielle<sup>13</sup> et optionnelle, affichant un rendement brut compris entre 3,5% (à cinq ans) et 4,5% (à dix ans), soit un rendement net de prélèvements sociaux compris entre 3,1% (à cinq ans) et 4% (à dix ans). En cas de maturité plus longue (à 20 ans, ou dans le cas d'une rente perpétuelle), les rendements bruts approcheraient 5% (4,4% net de prélèvements sociaux), et l'emprunt pourrait être assorti d'une exonération de droits de succession.

Des rendements inférieurs ne suffiraient en effet probablement pas à **drainer suffisamment d'épargne nouvelle** et/ou ne permettraient pas de **décollecte significative sur les supports d'épargne contractuelle ou d'assurance-vie**.

## Quel impact sur le taux d'épargne des ménages ?

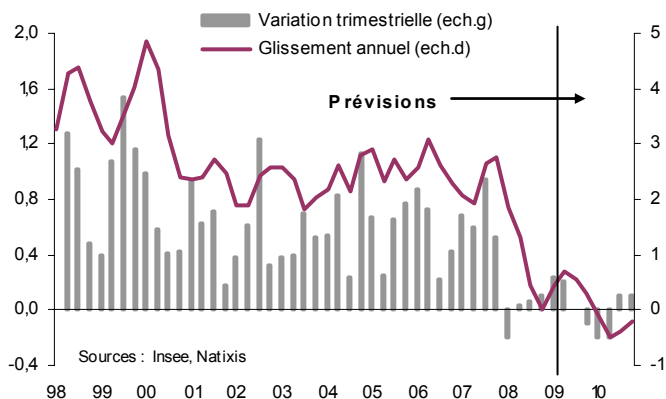
Nous avons jusqu'à présent essentiellement évoqué des phénomènes de réallocation d'épargne (nouveaux flux ou décollecte). Il nous semble qu'il s'agirait là de la principale conséquence de l'emprunt public. Alors que la consommation des ménages a déjà nettement ralenti (**graphique 8**), concomitamment à une hausse de près d'un point du taux d'épargne en six mois (**graphique 9**), le potentiel de hausse des flux d'épargne financière nous semble en effet relativement limité (faiblesse durable du revenu et du crédit). Sauf surprise majeure sur le taux d'émission finalement décidé par le gouvernement, **nous ne pensons pas que le taux d'épargne financière des ménages sera substantiellement affecté par l'emprunt d'Etat**. Une légère hausse liée, pour l'essentiel, au très fort ralentissement du revenu disponible sur la période<sup>14</sup> et, dans une moindre mesure, à un effet « nouveau support » d'épargne nous semble toutefois probable à l'horizon de prévision.

<sup>13</sup> L'hypothèse d'une exonération de prélèvements sociaux nous semble inenvisageable à l'heure où se creusent très fortement les déficits des comptes sociaux.

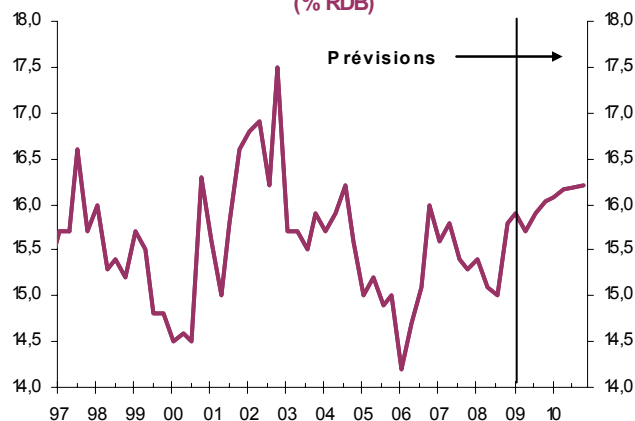
<sup>14</sup> Voir Flash 2009-143 : « France : scénario 2009-2010 ».



**Graphique 8**  
France : consommation des ménages  
(volume, Cpte PIB)

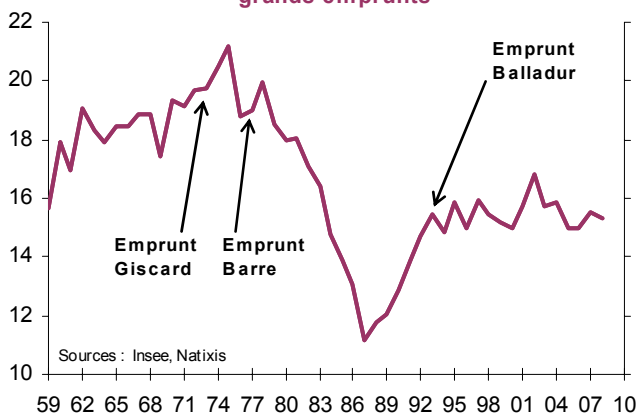


**Graphique 9**  
France : taux d'épargne des ménages  
(% RDB)

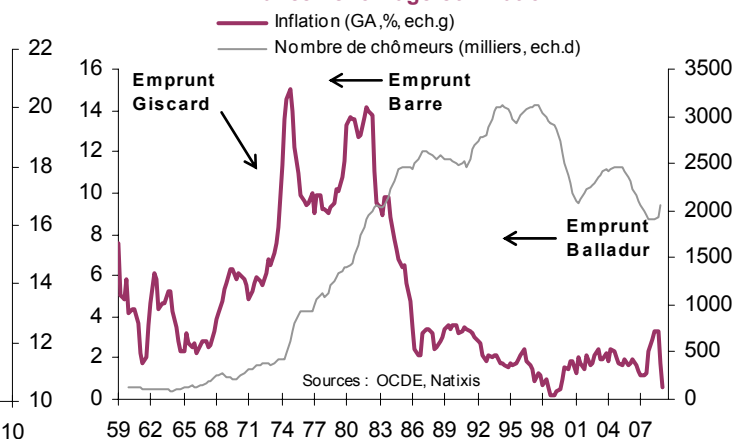


Historiquement, il ne semble pas non plus que les grands emprunts précédents aient provoqué de hausse significative du taux d'épargne. Des hausses de l'ordre d'un point avaient certes été observées lors des emprunts Giscard et Barre, mais c'était l'époque où la France découvrait la stagflation (avec un doublement du taux d'inflation en 1973/1974 et le franchissement du seuil des 1 million de chômeurs au premier trimestre 1977, graphiques 10 et 11). En 1993 enfin, le taux d'épargne avait baissé de près d'un point lors de la souscription de l'emprunt Balladur (après avoir fortement augmenté auparavant).

**Graphique 10**  
France : taux d'épargne des ménages et  
grands emprunts



**Graphique 11**  
France : chômage et inflation

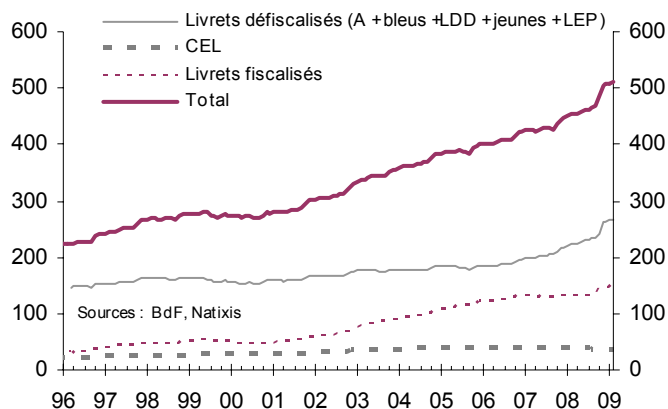


## Quel impact sur la structure d'épargne financière des ménages ?

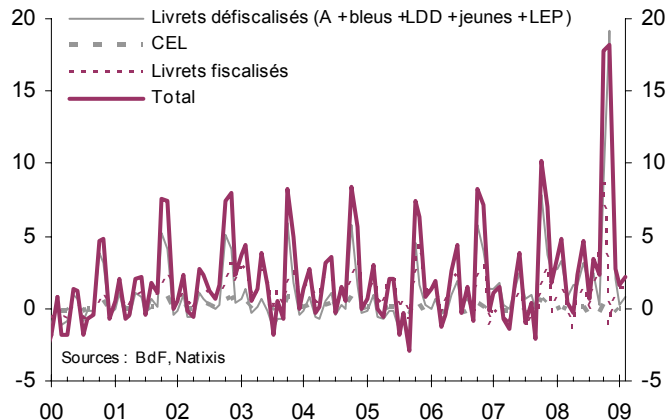
A supposer que l'émission publique soit couronnée de succès, et pour un montant proche de 100 Mds d'euros, nous pensons que l'impact le plus probable de l'emprunt sur la structure d'épargne financière des ménages sera le suivant :

- La première « victime » sera l'épargne contractuelle. **La décollecte affecterait essentiellement les dépôts à terme** fiscalisés parvenus à échéance, les PEL – dont les rendements hors prime demeurent peu attractifs – et les PEP, en voie d'extinction.
- Sauf surprise majeure sur les conditions de l'emprunt, la décollecte devrait être relativement modeste sur l'assurance-vie (les retraits défiscalisés sont limités à 4600 euros par personne et par an, cf. encadré 1). **En termes de flux, l'assurance-vie perdrait toutefois son statut de support d'épargne privilégié des français, avec pour conséquence une forme d'auto-éviction de l'Etat français**<sup>15</sup>.
- Après la très forte collecte observée fin 2008 / début 2009, notamment sur les livrets défiscalisés (**graphiques 12a et 12b**), **l'épargne liquide pourrait être temporairement touchée. Une décollecte, partielle et temporaire, sur les livrets pleins** (dont l'encours est supérieur à 15K€) nous semble envisageable lors de la souscription de l'emprunt, notamment sur les livrets ordinaires (non défiscalisés) et les livrets A<sup>16</sup>, dont le taux de rémunération est de nouveau appelé à baisser (**1% fin juillet, graphiques 12c et 12d**).

**Graphique 12a**  
France : comptes sur livret (encours, Mds €)



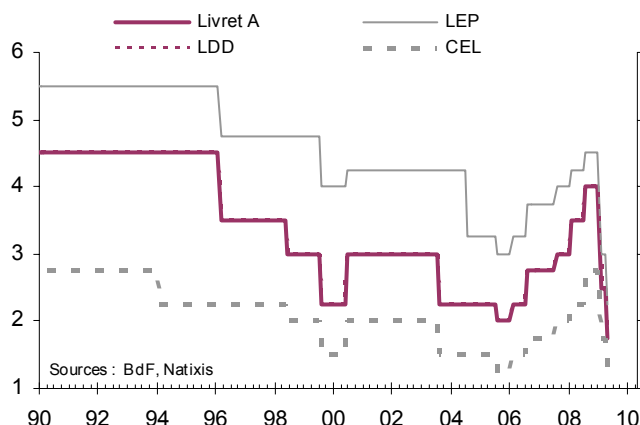
**Graphique 12b**  
France : comptes sur livret (flux, Mds €)



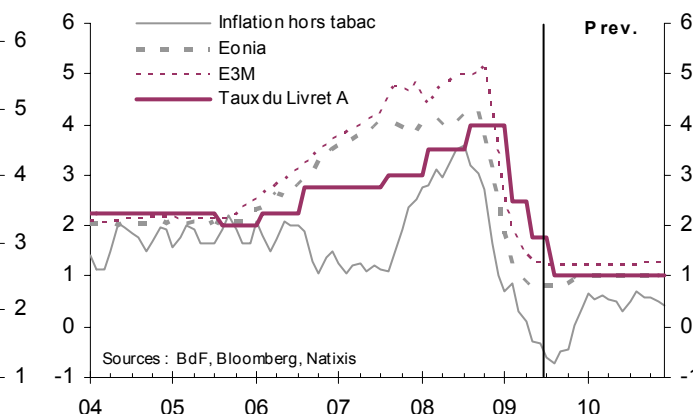
<sup>15</sup> Voir Special Report n°2009-200.

<sup>16</sup> Les fonds collectés sur les livrets A, centralisés à 100% à la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) avant le 1<sup>er</sup> janvier 2009, à 70% depuis (LME), sont principalement utilisés pour financer le logement social (construction de logements, renouvellement urbain, projets d'équipement...). La CDC prêtant cette ressource aux organismes sociaux d'habitat à un taux privilégié (inférieur à son coût), une partie des fonds est également placée sur les marchés.

**Graphique 12c**  
France : taux des livrets (%)



**Graphique 12d**  
France : taux du livret A (%)



**Quel type de placement ?**

Il semble difficile, on l'a vu, d'envisager un placement de 100 Mds d'euros auprès des seuls particuliers, sauf à mobiliser la quasi-totalité des flux annuels d'épargne.

Symétriquement, un tel montant entièrement placé sur le marché risquerait de dégrader significativement les spreads des OATs et des BTANs émis à fréquence bimensuelle par le Trésor. Cette année ce sont ainsi 155 Mds d'euros de BTANs et OATs qui devraient être émis, un montant déjà en forte hausse par rapport à 2008 (+20%). L'Etat aura alors tout intérêt à différencier les nouveaux titres de ceux émis habituellement par l'AFT. Dans ce cas de figure, **plus l'émission sera différenciée et s'adressera à des investisseurs nouveaux, plus l'effet d'éviction, qui restera inévitable, sera limité.**

L'idée d'une rente perpétuelle aurait ainsi l'intérêt de moins affecter les spreads des OATs au-delà de la dégradation liée à l'augmentation de la dette ; les arbitrages seraient ainsi moins nombreux, la rente étant formatée pour les ménages. Cela évacuerait également le problème de la maturité. Le gouvernement aurait en effet intérêt à viser un emprunt long afin de « matcher » des dépenses d'investissements qui visent le moyen / long terme mais se trouve confronté à la nécessité de ne pas gêner le programme de refinancement du Trésor.

La maturité retenue devra aussi éviter les segments régulièrement sollicités par les Trésors nationaux et viser plutôt les maturités 2016/2018 voire plus longue, au-delà de 2021. Une maturité plus courte semble difficile: 2012 est une échéance politique, 2014/2015 et 2019 des segments parmi les plus sollicités par les émetteurs souverains et pour les émissions garanties. La SFEF par exemple a ainsi émis des maturités de décembre 2010 à juin 2014 (**tableau 1**).

**Tableau 1**  
Niveau SFEF à l'émission

Maturité	Spread vs swap	Taux actuel
déc-10	17,9	1,25
févr-11	24,1	1,44
nov-11	7,1	1,76
mars-12	15	1,97
mai-12	10	2,04
avr-14	37	2,92
juin-14	25	3

Source : Natixis

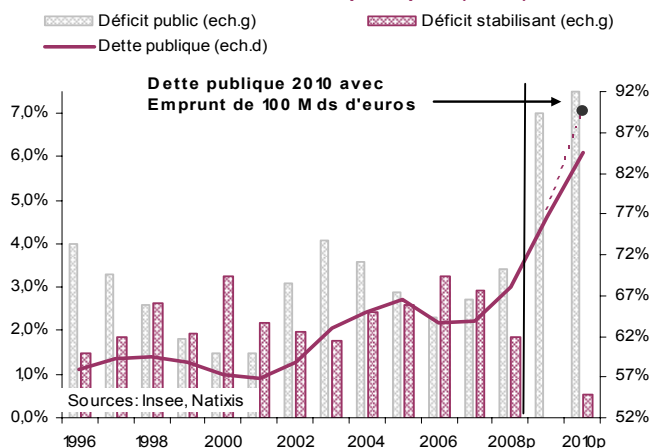
Compte tenu de l'ampleur du montant évoqué, la difficulté sera d'attirer une épargne suffisante. Hors ce titre sera très vraisemblablement destiné à être détenu jusqu'à maturité par les ménages et attirer côté marché majoritairement les investisseurs institutionnels à la recherche de titres longs, qui plus est « buy & hold » (assurances, fonds de pension...). De ce point de vue là un coupon attractif dans le cadre d'un emprunt type perpétuel servant des intérêts annuels pourrait faire sens.

## Quel impact sur les finances publiques ?

Un emprunt de 100 Mds d'euros impliquerait un accroissement spontané de la dette publique de 5,1 points de PIB. Etant donné l'explosion des déficits publics prévue sur la période (7% du PIB en 2009, 7,5% en 2010), nos prévisions de dette « pré-emprunt d'Etat », calculées par écart au déficit stabilisant, montraient que le seuil des 85% du PIB pouvait être franchi dès 2010<sup>17</sup> (à 84,5% très précisément, contre 68,1% du PIB au sens de Maastricht en 2008). **Si l'emprunt d'Etat portait sur un montant de 100 Mds d'euros, le stock de dette publique approcherait donc les 90% du PIB** à cet horizon (graphique 13). En supposant un taux « générique » de 4% sur les 100 Mds empruntés<sup>18</sup>, la charge d'intérêt annuelle relative à ce seul emprunt se monterait à 4 Mds d'euros, soit **un accroissement du déficit structurel de 0,2 point de PIB**. Sachant que la France figure déjà en tête de peloton des pays les moins vertueux en matière budgétaire au sein de l'Union (graphique 14), il n'est pas surprenant que l'annonce de l'emprunt d'Etat ait suscité un certain scepticisme chez ses principaux partenaires et les critiques de la Commission européenne.

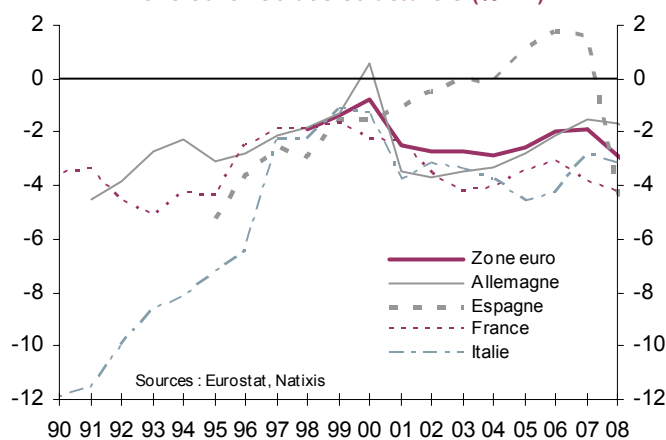
Graphique 13

France : finances publiques (% PIB)



Graphique 14

Zone euro : soldes structurels (% PIB)



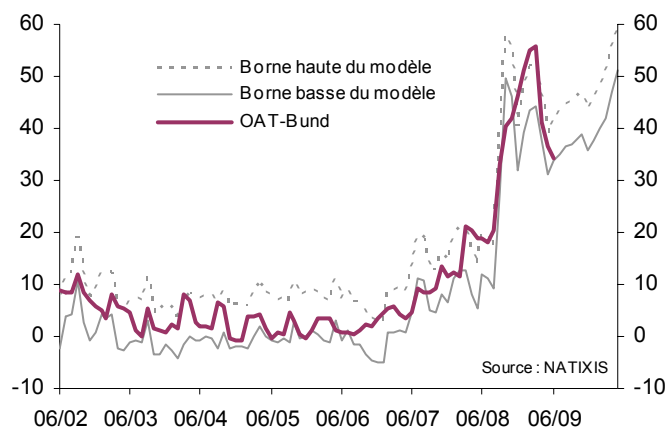
## Quel impact sur le coût de financement de l'Etat ?

Emprunter 100 Mds d'euros aura naturellement un impact non négligeable sur les coûts de financement de l'Etat français. **Quelque soit la forme du grand emprunt l'impact sur le spread sera en effet négatif compte tenu de l'augmentation de la dette qui en résultera.** Nous avons modélisé le spread OAT / Bund à partir de la volatilité et des anticipations de taux ainsi que d'une composante finances publiques, avec un emprunt d'un montant de 100 Mds (le reste étant inchangé). La normalisation observée depuis quelques mois avec surperformance de la France sur l'Allemagne s'arrêterait, le modèle plaidant pour une nouvelle ouverture du spread OAT-Bund, jusqu'aux 50 points de base observés l'hiver dernier, voire au-delà (graphiques 15).

<sup>17</sup> Ces prévisions tiennent compte des injections de capital par la SPPE dans les grandes banques françaises. En revanche, nous ne tenons pas compte des émissions de la SFEF dans nos prévisions de dette publique.

<sup>18</sup> Nous avons négligé les surcoûts occasionnés par le versant public de l'emprunt liés aux frais de communication, aux marges bancaires (probablement proche de 1%)...

**Graphique 15**  
**Spread OAT/Bund**



Plus l'emprunt sera proche des supports de dette négociable existants et plus grande sera la part réservée au marché, plus l'effet sur les spreads se fera sentir. Dit autrement un grand emprunt réservé aux particuliers avec une durée la plus longue possible et avec des caractéristiques proches des supports type « assurance vie » aura moins d'impact.

### Synthèse

Le gouvernement français compte lancer d'ici début 2010 un grand emprunt d'Etat afin de financer des « priorités stratégiques » pour l'heure non identifiées. Cet emprunt devrait être placé, pour l'essentiel, auprès des ménages, ne serait-ce que pour des raisons politiques. Dans l'éventualité où l'Etat retiendrait un montant proche des chiffres souvent évoqués (entre 80 et 100 Mds d'euros) la recherche d'une source de financement alternative nous paraît indispensable. Intégralement souscrit par les ménages, un emprunt de 100 Mds d'euros capterait en effet la quasi-totalité des flux annuels d'épargne financière, au détriment des banques déjà affaiblies par la crise financière et soucieuses de reconstituer leur matelas de dépôts.

A l'inverse une partie trop importante financée par le marché risquerait de donner lieu à des arbitrages compliquant le placement des OAT sauf à altérer significativement leurs rendements. La partie « marché » prendrait sans doute la forme d'une syndication avec des caractéristiques différenciées des OATs classiques, l'émission via le Trésor d'une ligne de plusieurs dizaines de Mds d'euros risquant trop de cannibaliser et d'affecter les spreads des titres existants. Si le gouvernement visera sans doute la maturité la plus longue possible, un placement pour partie auprès du marché devra éviter les maturités 2-5 ans et 2019. Il pourra viser la zone 2016-2018 moins chargée en émissions, voire au-delà de 2020, mais se poseront alors des problèmes de placement auprès des ménages, moins enclins à bloquer leur épargne sur très longue période. L'idée d'une rente perpétuelle pourrait être envisagée dans ce cadre.

Côté ménages, et selon le régime fiscal qui sera finalement retenu – nous pensons que l'octroi d'avantages fiscaux est une condition nécessaire au succès de l'émission – l'impact de l'emprunt sur la structure d'épargne des ménages sera marqué par :

- une décollecte significative sur les supports d'épargne contractuelle, c'est-à-dire sur les ressources stables des banques (épargne de bilan).
- un assèchement des flux vers les contrats d'assurance-vie, avec pour conséquence une « auto-éviction » de l'Etat.
- une décollecte marginale et temporaire (le temps de la souscription de l'emprunt) sur les supports d'épargne liquide (livrets au taquet), étant donné la faiblesse des rendements actuels.

Enfin, un emprunt de 100 Mds d'euros générerait une augmentation spontanée du déficit structurel de l'ordre de 0,2 point de PIB, via une hausse de 5 points de PIB du stock de dette publique.

Nous pensons au final que l'emprunt qui sera lancé début 2010 le sera pour un montant vraisemblablement bien inférieur à 100 Mds d'euros.



## Annexe

### Les emprunts d'Etat français depuis 1950

#### **Emprunt « Pinay » (ou rente Pinay), 1952 :**

Contexte : reconstruction, guerre d'Indochine

Contracté le 26 mai 1952, l'émission de cet emprunt s'effectue dans des conditions favorables : rendement de 3%, indexation sur l'or et exemption fiscale totale. Antoine Pinay décrète également une amnistie pour inciter au rapatriement des capitaux.

En 1958, Antoine Pinay, lance un nouvel emprunt avec un rendement de 3,5% indexé sur le Napoléon (pièce de 20 francs en or) et exonéré d'impôts. Renégocié à 4,5% en 1973 et remboursé par anticipation en 1988.

#### **Emprunt « Ramadier », 1956 :**

Contexte : tensions géopolitiques, guerre d'Algérie.

Emprunt national avec un taux d'intérêt de 5%, une maturité de 15 ans, indexé sur le cours moyen des actions cotées.

#### **Emprunt « Giscard », 1973 :**

Contexte : premier choc pétrolier de 1973, pertes de recettes budgétaires liées à la baisse de la TVA.

L'émission de cet emprunt s'effectue avec un taux d'intérêt de 7%. Dans un premier temps il fut indexé sur le cours de l'or (avec une référence à l'ECU et au franc), puis sur le cours du lingot d'or après les accords de la Jamaïque (1978).

Le montant de l'emprunt s'élève à environ 1 milliard d'euros (entre 6,5 et 7,5 milliards de francs), pour une durée de 15 ans.

Cet emprunt fut sans doute le plus coûteux pour les finances publiques, du fait de la dévaluation du franc entre 1973 et 1988 et de la hausse du cours de l'or sur la période.

#### **Emprunt « Barre », 1977 :**

Contexte : grande sécheresse de 1976

Emprunt fixé au taux de 8,8%, avec un abattement fiscal sur la charge d'intérêt.

#### **Emprunt « Balladur », 1993 :**

Contexte : récession, victoire de la droite aux élections législatives et formation du gouvernement Balladur (cohabitation).

Ce grand emprunt s'est effectué à un taux d'intérêt de 6% sur 4 ans.

La particularité de l'emprunt Balladur réside dans le fait qu'il va de pair avec un vaste programme de privatisations. Chaque part de l'emprunt souscrite sera convertible en actions des sociétés en instance de privatisation.

C'est un succès en termes de collecte : un peu plus de 16,5 milliards d'euros (110 Milliards de francs au lieu des 40 escomptés).