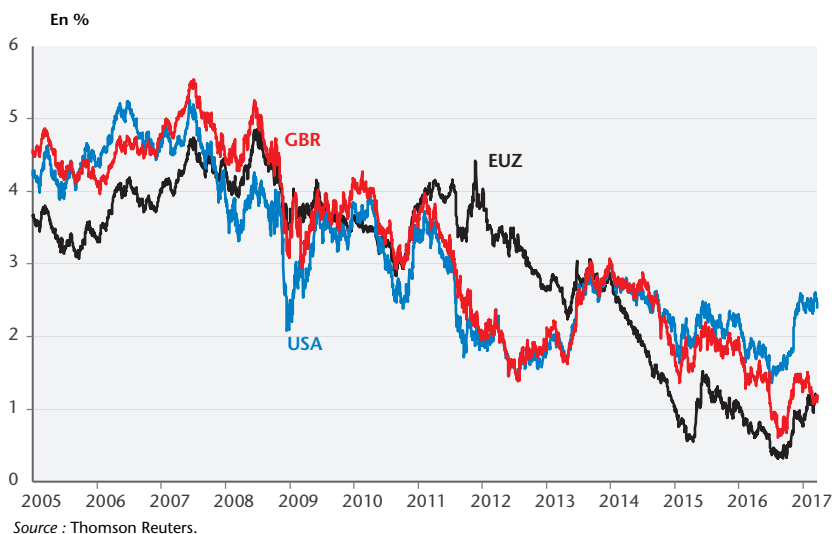


7. Quel impact d'une hausse des taux sur la dette publique ?

Après une baisse régulière des taux souverains aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro à partir de la fin d'année 2013 (graphique 27), les rendements ont atteint un point bas pendant l'été 2016 puis ont assez fortement remonté en novembre. Cette hausse coïncide avec le résultat des élections présidentielles américaines mais aussi avec un retour de l'inflation alimenté par le rebond du prix du pétrole. L'analyse des rendements des obligations indexées permet de décomposer cette évolution récente des taux souverains en une composante liée aux anticipations d'inflation et une composante intrinsèque (c'est-à-dire une hausse du rendement réel). Cette hausse des taux devrait accroître la charge de la dette, ce qui, dans un contexte d'endettement public élevé, pourrait menacer la soutenabilité des dettes publiques ou contraindre les pays à mener des politiques budgétaires plus restrictives afin d'atteindre leur objectif de réduction de la dette. Pour

Graphique 27. Taux d'intérêt souverains



appréhender ce risque, nous calculons l'effet d'une hausse des taux d'intérêt sur la charge de la dette en tenant compte de la maturité des dettes publiques et des échéances d'émissions obligataires.

Pourquoi les taux augmentent-ils ?

Après avoir atteint un point bas à 1,37 % en juillet 2016, le rendement nominal des obligations du Trésor américain à 10 ans est remonté d'abord progressivement en septembre-octobre puis plus fortement après la victoire de Donald Trump aux élections américaines le 8 novembre. Entre le 4 novembre et le 16 décembre, le taux est passé de 1,78 % à 2,60 %. La dynamique des taux souverains en zone euro ou au Royaume-Uni a suivi un profil assez proche, le point bas ayant été atteint un peu plus tard. L'annonce d'une baisse des taux et d'une nouvelle extension du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque d'Angleterre début août a entraîné une baisse des rendements obligataires qui ont baissé de 0,3 point, atteignant un point bas à 0,61 % le 12 août. Il est dès lors probable que ces évolutions soient le reflet d'un facteur commun plutôt que lié à un resserrement global anticipé de la politique monétaire. Si la hausse des taux est déjà amorcée et se poursuit en 2017 aux Etats-Unis, elle n'est pas encore d'actualité dans la zone euro et au Royaume-Uni ; elle devrait être plus tardive (voir partie 3 « Politiques monétaires : nouveaux dilemmes ? »).

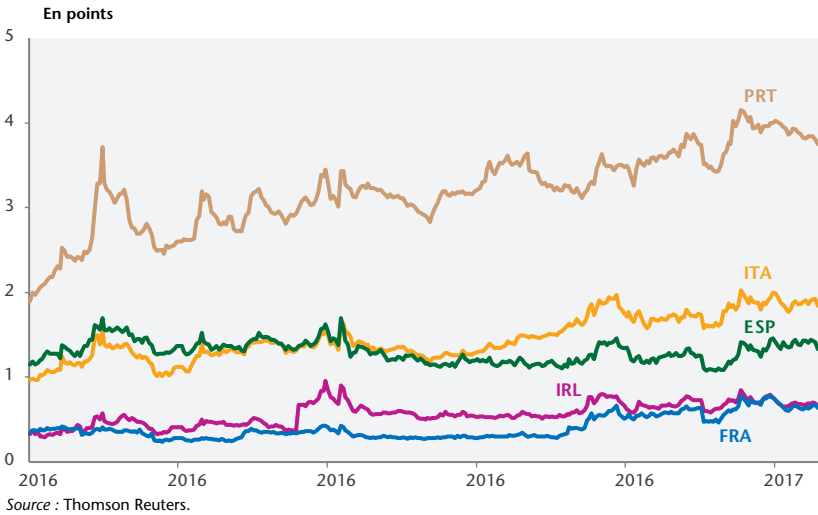
Deux hypothèses pourraient expliquer cette hausse des taux d'intérêt. D'une part, la hausse refléterait la remontée de l'inflation alimentée par le rebond du prix du pétrole. Il s'agit effectivement d'un phénomène commun qui se répercute rapidement sur les indices de prix et qui se reflète dans les anticipations d'inflation. Indépendamment de l'effet lié au pétrole, la consolidation de la croissance mondiale et la fermeture de l'écart de croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni pourraient écarter le risque déflationniste. D'ailleurs aux États-Unis, l'inflation sous-jacente a continué à progresser. On ne retrouve cependant pas la même tendance en zone euro si bien que si l'effet inflation domine, il pourrait être plus important aux États-Unis que dans les pays de la zone euro, surtout que les annonces faites par Donald Trump pendant la campagne ont également pu alimenter une augmentation des anticipations d'inflation aux États-Unis.

L'autre hypothèse expliquant l'augmentation des taux d'intérêt pourrait être liée à l'anticipation de la mise en œuvre d'une politique budgétaire plus expansionniste aux États-Unis à la suite de l'élection de Donald Trump et notamment à certaines annonces portant sur la mise en œuvre d'un plan de soutien à l'investissement⁸. Il devrait en résulter une augmentation de l'offre de titres de dettes obligataires anticipée par les marchés et conduisant à une hausse des taux non seulement aux États-Unis mais aussi dans les autres pays industrialisés, du fait de la substituabilité entre les obligations souveraines de ces pays. Par ailleurs, si le rendement des titres allemands a également augmenté, la hausse a été moindre qu'aux États-Unis : +0,16 point entre le 4 novembre et le 16 décembre. Cet écart pourrait soit s'expliquer par une revalorisation à la hausse du risque souverain aux États-Unis relativement à l'Allemagne, soit par une anticipation d'appréciation de l'euro. Dans ce cas, la réaction des taux dans les autres pays de la zone euro devrait être identique à celle de l'Allemagne, ce qui n'est pas le cas puisque les écarts de taux vis-à-vis de l'Allemagne ont augmenté de l'ordre de 0,4 point en France et en Italie et de 0,2 point en Espagne (graphique 28) entre octobre 2016 et février 2017. Dans ces conditions, le choc anticipé sur l'offre de titres aux États-Unis aurait également conduit les investisseurs à réviser les primes de risque souverain dans les différents pays.

Pour déterminer l'importance relative de ces deux explications, il faut dissocier dans l'évolution du rendement nominal ce qui relève des anticipations d'inflation. Les obligations indexées sur l'inflation permettent de faire cette décomposition. En réévaluant le prix de l'obligation en fonction de l'évolution de l'indice des prix entre la date d'émission du titre et la date de paiement du coupon, le prêteur est ainsi protégé contre l'inflation. Le prix de ces obligations indexées permet de déterminer le rendement réel d'un actif souverain et partant du rendement nominal d'un titre pour une même maturité d'en déduire l'inflation moyenne anticipée entre la date actuelle et la date d'échéance du titre.

8. La poursuite de la hausse du taux directeur aux États-Unis plaide également pour une hausse des taux longs. Il est cependant probable que cette phase de normalisation était déjà anticipée par les marchés et n'expliquerait donc pas le choc sur les taux longs observés début novembre ; elle coïncide plutôt avec un changement de l'orientation de la politique budgétaire américaine.

Graphique 28. Écarts de taux à long terme dans la zone euro vis-à-vis du rendement allemand

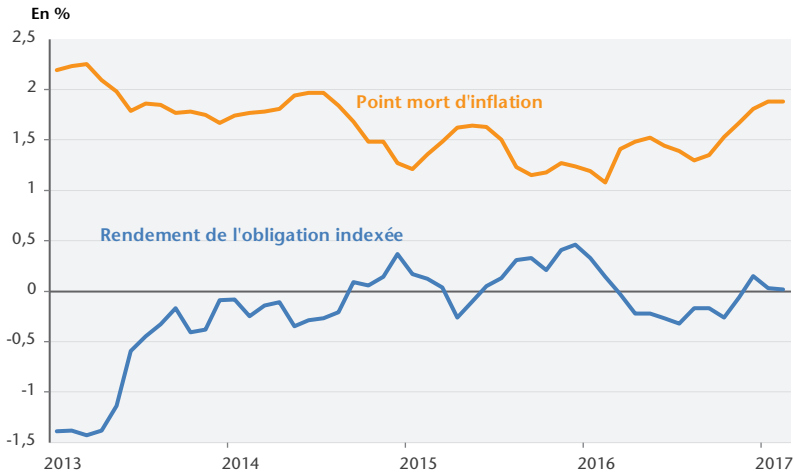


Il ressort qu'aux États-Unis, l'inflation moyenne anticipée à 5 ans augmente à partir de septembre 2016 (graphique 29) au moment où l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation accélère. La hausse cumulée entre juillet 2016 et janvier 2017 atteint 0,58 point. Quant au rendement réel des obligations, il augmente de 0,4 point en novembre-décembre, c'est-à-dire après la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles. Le rendement réel diminue par la suite. Il ressort donc que l'augmentation des taux d'intérêt aux États-Unis s'explique en partie par un choc de taux réel que nous interprétons comme l'anticipation d'un choc budgétaire. Les précisions données ensuite par la nouvelle administration a cependant montré que les annonces sur le plan d'investissement pourrait être d'une moindre ampleur que prévue notamment par le fait qu'il ne s'agirait pas d'une forte augmentation de l'investissement public mais plutôt d'incitations fiscales en faveur de l'investissement. Par contre, l'effet de l'inflation est également significatif et sans doute plus durable.

La même analyse conduite à partir des rendements des OATi (Obligations assimilables du Trésor indexées, titres émis par le Trésor français) suggère la même interprétation (graphique 30). La hausse du point mort d'inflation (qui correspond à l'inflation moyenne anticipée sur la durée de vie résiduelle du titre) débute

pendant l'été. Entre la fin du mois d'octobre et le début du mois de novembre, le rendement réel augmente de 0,38 point. Cette hausse est cependant de courte durée et partiellement compensée par la suite. L'inflation anticipée explique donc une grande partie de l'augmentation du rendement nominal observée depuis septembre.

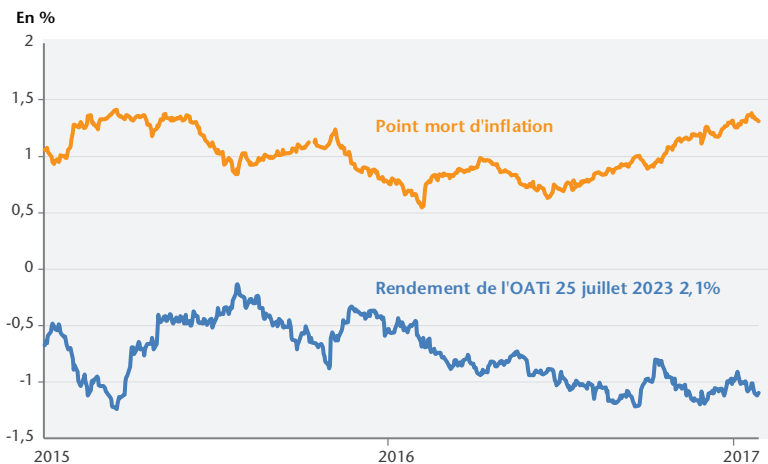
Graphique 29. Rendement des obligations indexées à cinq ans et point mort d'inflation* aux États-Unis



* Le point mort d'inflation correspond à l'inflation moyenne anticipée sur la durée de vie résiduelle du titre.

Source : Thomson Reuters.

Graphique 30. Rendement des obligations indexées à cinq ans et point mort d'inflation* en France



* Le point mort d'inflation correspond à l'inflation moyenne anticipée sur la durée de vie résiduelle du titre.

Source : Agence France Trésor.

Quel effet de la hausse sur la dynamique de la dette ?

Évolution de la dette publique négociable

Depuis 1999, le taux d'intérêt moyen sur la dette publique a fortement baissé (graphique 31), favorisé par une baisse tendancielle des taux d'intérêt moyens à l'émission. Il est passé d'environ 5 % en 1999 pour l'Allemagne et la France à 2 % en 2016. L'Italie et l'Espagne ont connu jusqu'en 2008 une baisse légèrement plus rapide, profitant de la quasi-absence de prime de risque avant la crise. À partir de 2009, la forte hausse des primes de risque à l'émission (graphique 32) se traduit par un accroissement de l'écart de taux sur les dettes, mais la dynamique globale de baisse se poursuit. En conséquence, le poids de la charge d'intérêts sur la dette exprimée en pourcentage du PIB a baissé entre 2000 et 2016 en France et en Italie bien que l'endettement public ait cru sur la période (tableau 15). En Espagne, la charge d'intérêts a diminué jusqu'en 2010, mais a augmenté ensuite, la baisse du taux moyen apparent sur la dette publique n'ayant pas compensé la forte progression de la dette publique espagnole. En Allemagne, la charge de la dette a fortement baissé entre 2010 et 2016 (-0,9 point de PIB) favorisée par la baisse des taux d'intérêt et le désendettement du pays.

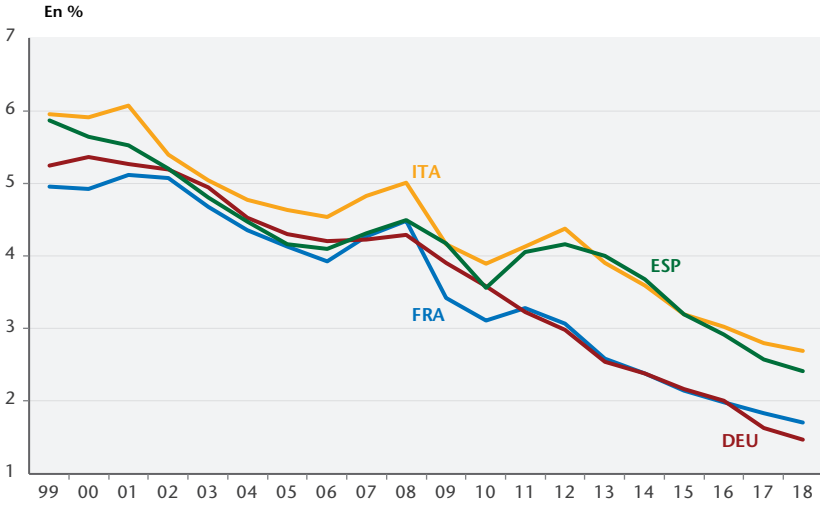
Tableau 15. Charge d'intérêts sur la dette publique

En % du PIB nominal	2000	2010	2016
DEU	3,1	2,5	1,4
FRA	2,8	2,4	1,9
ITA	6,1	4,3	3,9
ESP	3,2	1,9	2,8

Source : Ameco.

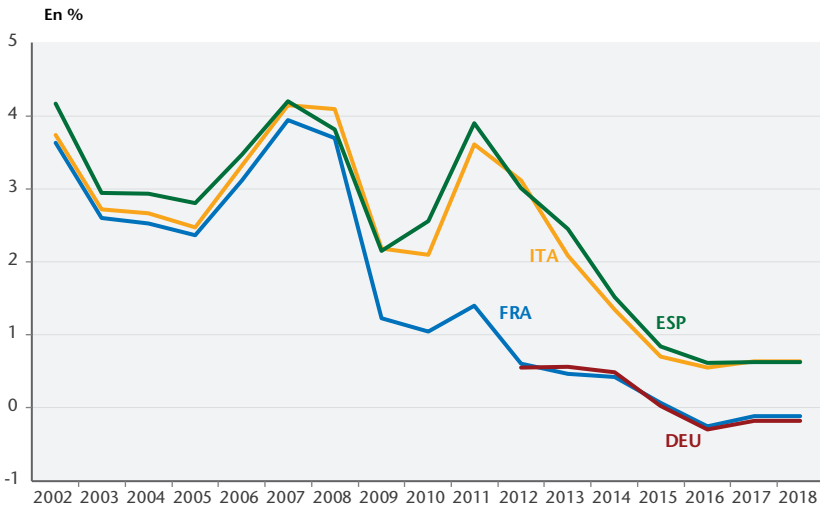
La baisse tendancielle des taux d'intérêt a favorisé un allongement de la durée moyenne des émissions, qui a progressivement conduit à une hausse de la maturité résiduelle des dettes publiques négociables (graphique 33). La maturité résiduelle, autour de 6 ans au début des années 2000, se monte désormais à presque 7 ans en 2016 pour l'Italie, l'Allemagne et l'Espagne, et autour de 7,5 ans pour la dette française. Celle-ci limite le besoin de refinancement annuel lié à l'amortissement de la dette arrivée à échéance.

Graphique 31. Évolution du taux d'intérêt implicite sur la dette publique au sens de Maastricht



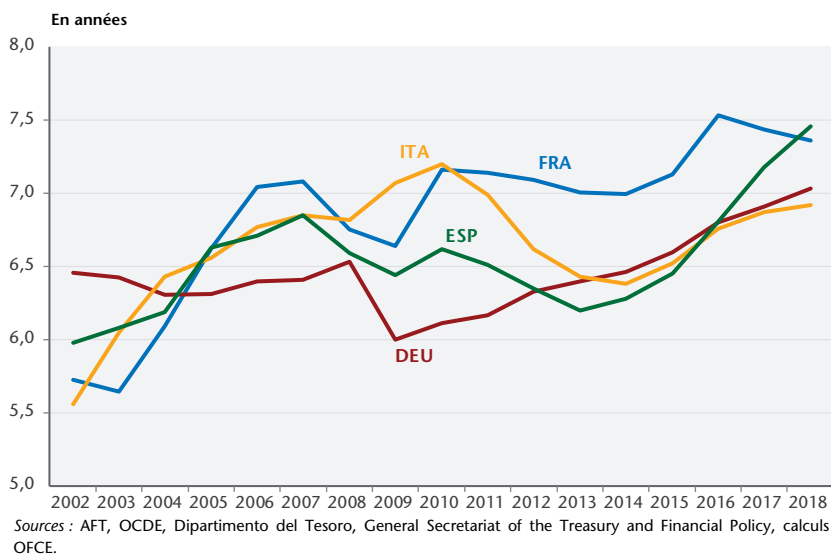
Sources : Ameco, calculs OFCE.

Graphique 32. Taux d'intérêt moyen à l'émission, y compris la dette à court terme



Sources : AFT, FRG Finance Agency, Dipartimento del Tesoro, General Secretariat of the Treasury and Financial Policy, calculs OFCE.

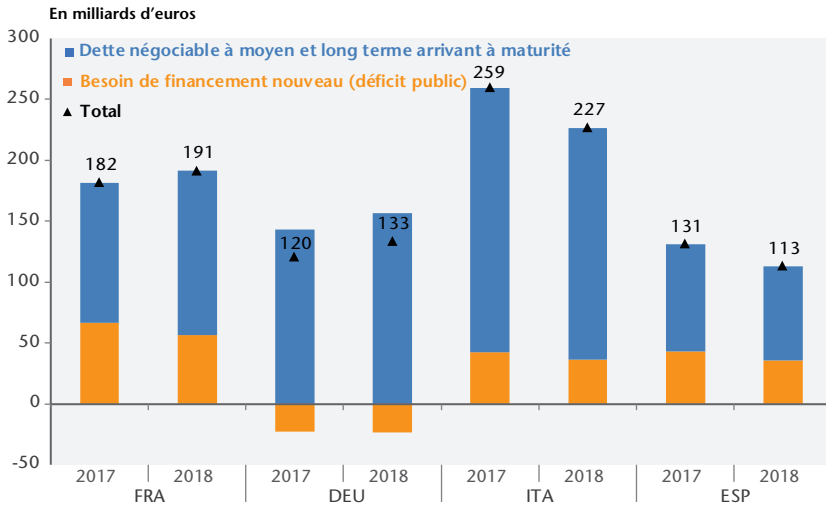
Graphique 33. Maturité de la dette publique



Malgré l'allongement de la maturité moyenne des dettes publiques, les émissions attendues pour 2017 et 2018 restent importantes, compte tenu de la dette arrivant à échéance pour les quatre pays considérés et du financement du déficit public prévu pour la France, l'Italie et l'Espagne (l'excédent budgétaire allemand réduit les besoins d'émission de dette publique). L'Italie devra ainsi refinancer 406 milliards d'euros de dette arrivant à échéance en 2017-2018, auxquels il faut ajouter près de 80 milliards d'euros de déficit public cumulé (graphique 34).

Nous calculons l'évolution de la dette publique à l'horizon 2018, en faisant l'hypothèse d'émission de dette aux taux d'intérêt observés en janvier 2017 (voir graphique 32), et à partir des stratégies d'émission (répartition par maturité) annoncées pour 2017. Compte tenu de ces hypothèses, la maturité moyenne de la dette continuerait d'augmenter en Espagne, et dans une moindre mesure en Italie et en Allemagne. Elle diminuerait de 0,2 ans pour la dette française entre fin 2016 et fin 2018. Le taux d'intérêt moyen implicite poursuivrait sa baisse tendancielle.

Graphique 34. Amortissement de la dette publique négociable et déficit public en 2017-2018



Sources : AFT, FRG Finance Agency, Dipartimento del Tesoro, General Secretariat of the Treasury and Financial Policy, calculs OFCE.

Effet d'une hausse de 1 % du taux d'intérêt moyen à l'émission

Les projections présentées ci-dessus reposent sur l'hypothèse d'une stabilité de la structure par terme des taux d'intérêt à l'horizon 2018. Une hausse des taux d'intérêt à l'émission se traduirait mécaniquement par une hausse de la charge d'intérêts sur la dette publique. Ainsi, une hausse de 1 point du taux d'intérêt moyen à l'émission dès 2017 aurait pour conséquence une hausse de 2,5 milliards d'euros de la charge d'intérêts sur la dette (au sens de Maastricht) pour la France en 2017, soit 0,1 % du PIB, et de 5,4 milliards d'euros en 2018 (tableau 16).

Tableau 16. Effet d'une hausse de 1 point du taux d'intérêt moyen à l'émission sur la charge de la dette

En milliards d'euros				
	DEU	FRA	ESP	ITA
2017	1,5	2,5	1,2	1,9
2018	4,3	5,4	3,1	4,8

En % du PIB				
	DEU	FRA	ESP	ITA
2017	0,05	0,1	0,1	0,1
2018	0,1	0,2	0,3	0,3

Source : Ameco, calculs OFCE.

Effet d'une hausse de 1 % du taux d'inflation sur la charge de la dette liée aux obligations indexées sur l'inflation

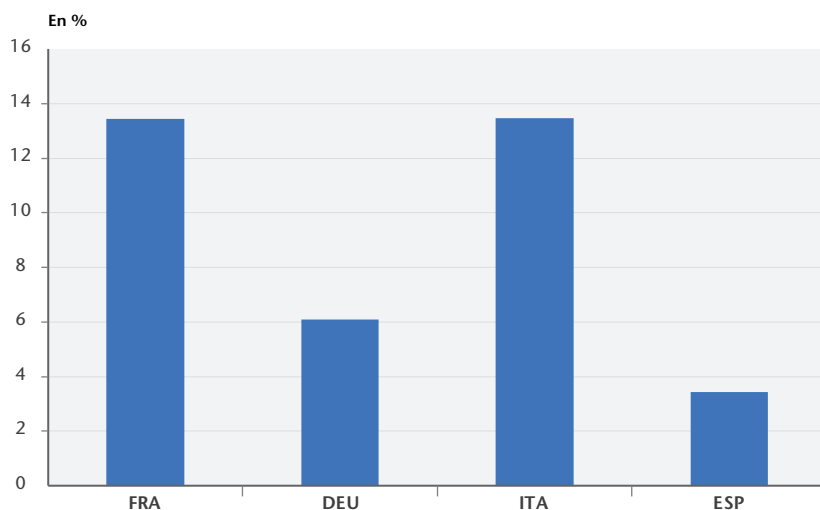
Par ailleurs, une accélération de l'inflation se traduirait par une charge d'intérêt additionnelle liée à la partie de la dette obligataire indexée sur l'évolution des prix à la consommation. La France et l'Italie, dont respectivement 13,4 % et 13,5 % de la dette obligataire est indexée sur l'inflation (graphique 35), ont ainsi une charge d'intérêts plus sensible à une remontée de l'inflation. 1 point d'inflation supplémentaire augmente la charge d'intérêt de 2,4 milliards d'euros pour l'Italie (tableau 17) et 2 milliards d'euros pour la France. L'impact est mécaniquement plus faible pour l'Allemagne (0,7 milliard d'euros) et l'Espagne (0,2 milliard d'euros).

Tableau 17. Effet d'une hausse de 1 point du taux d'inflation annuel sur la charge d'intérêt

En milliards d'euros				
	DEU	FRA	ESP	ITA
Dette obligataire indexée fin 2016	66	200	21	237
Charge d'intérêt additionnelle	0,7	2,0	0,2	2,4

Sources : AFT, FRG Finance Agency, Dipartimento del Tesoro, General Secretariat of the Treasury and Financial Policy, calculs OFCE.

Graphique 35. Part de la dette obligataire indexée sur l'inflation en 2016



Sources : AFT, FRG Finance Agency, Dipartimento del Tesoro, General Secretariat of the Treasury and Financial Policy, calculs OFCE.