

## **La dette publique**

En 1969, quand le général de Gaulle quitte le pouvoir, la France est un pays riche, souverain, sans chômage. La dette de l'état pèse moins de 15% du PIB dans une dette publique totale qui culmine à 21% du PIB.

De Gaulle a désendetté l'état grâce à des surplus budgétaires, en privilégiant une dette à court terme et 100% française, en faisant peu appel aux marchés financiers.

A partir de 1973, ses successeurs vont faire exactement l'inverse.

1. Emprunts à long terme pour financer les déficits courants
2. Emprunts toxiques
3. Déficit budgétaires
4. Appels aux marchés financiers internationaux.
5. Remboursements d'emprunts par de nouveaux emprunts.

La dette va alors s'autoalimenter par l' « effet boule de neige » :

### **Les intérêts de la dette créent alors le déficit.**

Le deuxième grand tournant sera 1992 avec le traité de Maastricht : la France est alors arrimée à l'Allemagne et peut emprunter plus que de raison sans que le franc soit attaqué. La finance privée est privilégiée.

A partir de 1997 jusqu'en 2007, l'accroissement de la dette s'accroît uniquement à l'étranger et, pour le marché primaire de sa dette, l'état français choisit de s'adresser aux grandes banques mondiales toutes contrôlées de près ou de loin par les conglomérats financiers américains.

Aujourd'hui, la dette publique est financée à 60% hors de France et, chaque année, 30 Mds€ d'intérêts sont payés à des créanciers étrangers.

Depuis 40 ans, cette politique de la dette fait l'objet d'un consensus de l'ensemble de la classe politique républicaine et socialiste.

Le présent dossier analyse les mécanismes de la dette depuis les emprunts toxiques de 1973 au « quantitative easing » de 2015 ainsi que toutes les grandes décisions qui ont contribué à la situation que nous connaissons aujourd'hui.

## Sommaire

### A – La dette publique aujourd’hui

1. Présentation de la dette publique
2. Qui sont les prêteurs

### B – La dette brute de l’état

1. Management de la dette
2. Dette brute de l’état

### C – Les mécanismes de la dette

1. Un exemple pour comprendre : l’emprunt Giscard de 1973
2. Les privatisations
3. L’effet « boule de neige »
4. Les déficits primaires
5. Les taux d’intérêt
6. Court terme versus moyen-long terme
7. Evolution de la structure de la dette depuis 40 ans
8. Le traité de Maastricht
9. Les créanciers
10. Le quantitative easing

### D – Chronologie de la dette depuis 1950

1. Vue générale sur la période
2. 1951 à 1958 : La Quatrième République
3. 1959 à 1969 : L’ère « de Gaulle »
4. 1970 à 1980 : L’ère « Pompidou – Giscard »
5. 1981 à 1994 : L’ère « Mitterrand »
6. 1995 à 2007 : L’ère « Chirac »
7. 2008 à 2015 : L’ère « Sarkozy – Hollande »
8. 2016 et au-delà ?

### E – Conclusion générale sur la dette

---

## Le dossier

« Depuis une vingtaine d'années, l'Etat en France voit progressivement ses attributions et son rôle dans le domaine économique et financier se modifier et se réduire au profit des marchés d'une part, d'instance internationales (européennes ou mondiales) d'autre part ». Telles sont les premières lignes du livre écrit en 2000 par Laure Quennouëlle-Corre 'La Direction du Trésor de 1947 à 1967' publié par le Comité pour l'Histoire Economique et Financière de la France – Ministère de l'Economie et des Finances.

### -A – La dette publique aujourd'hui

#### 1/ Présentation de la dette publique

La dette publique englobe la totalité des dettes des administrations publiques :

Dettes des administrations publiques en Milliards d'euros au 31/12/2015	Etat	Régions Départements Communes	Sécurité Sociale	Total de la dette publique
Dettes brutes au sens de Maastricht	1 680	197	220	<b>2 097</b>
Actifs financiers: dépôts, crédits, titres de créances	120	13	60	193
Dettes nettes	1 560	184	160	<b>1 904</b>

Source : Comptes nationaux - INSEE, DGFIP, Banque de France

La dette nette représente la dette brute moins les actifs financiers.

La dette brute est constituée des emprunts auprès de banques, des dépôts des correspondants et des obligations émises sur le marché.

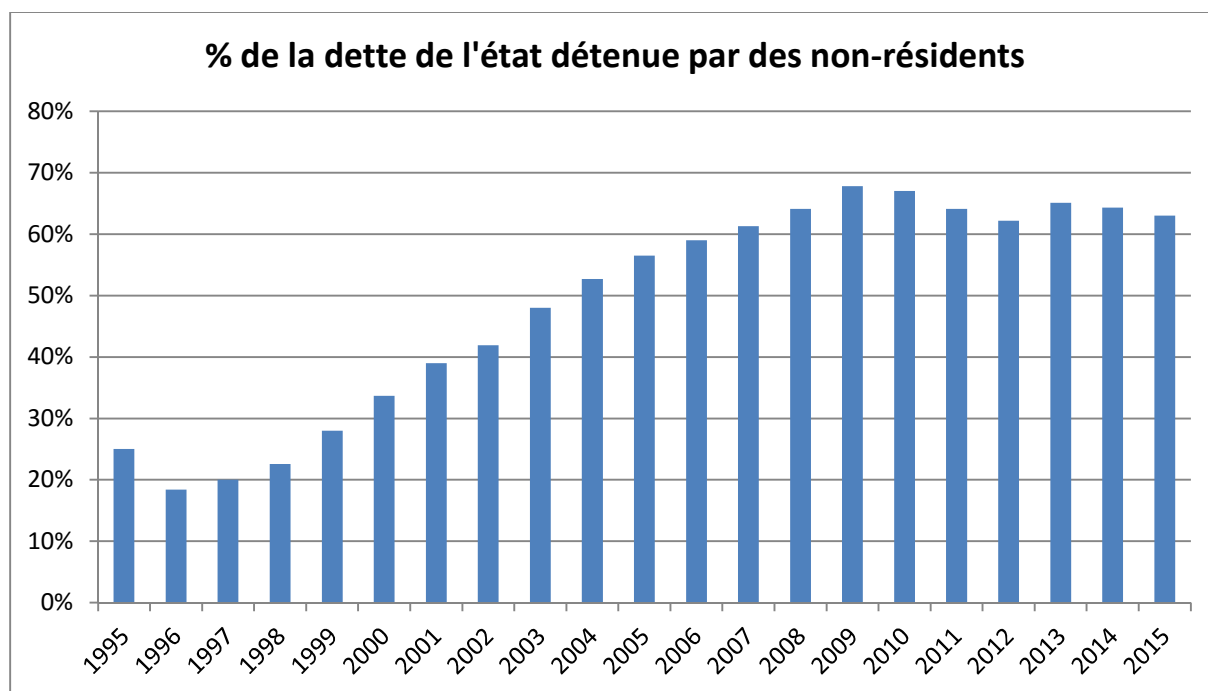
La dette brute de l'état est constituée à 90% d'obligations (1 576 Milliards d'Euros au 31/12/2015) gérées par l'Agence France Trésor. Les 10% restants sont des dépôts de correspondants ou des emprunts divers.

La dette brute de la Sécurité Sociale est gérée à 75% (145 Milliards d'Euros au 31/12/2015) par la CADES (Caisse d'Amortissement de la dette Sociale). La CADES a pour mission d'amortir, c'est-à-dire de rembourser la dette sociale grâce aux ressources suivantes : CSG et CRDS (impôts bien connus) d'une part, le Fond de Réserve des Retraites d'autre part. Les 25% restants sont constitués d'emprunts divers par les différents organismes.

La dette brute des administrations locales est gérée indépendamment par chaque région, département ou commune.

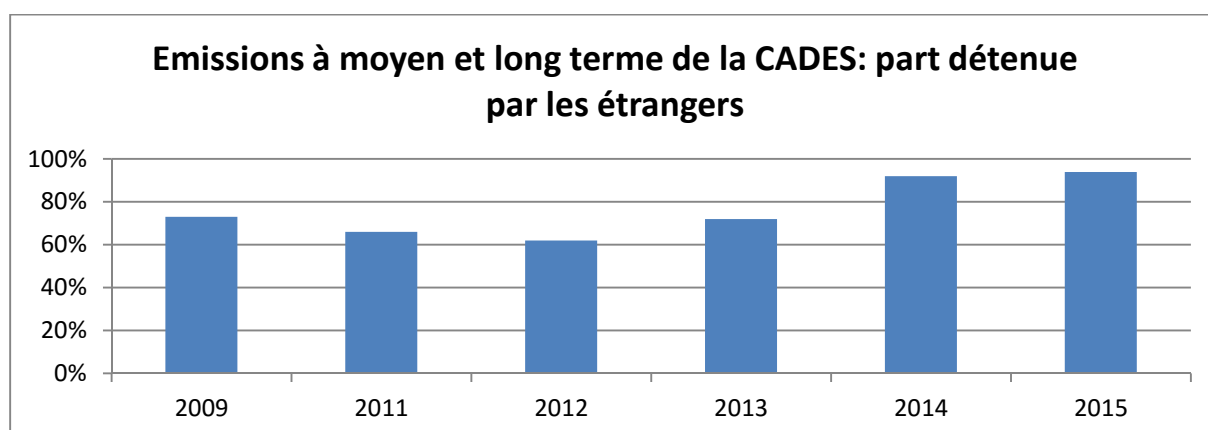
## 2/ Qui sont les prêteurs

Pour le compte de l'état, l'Agence France Trésor emprunte sur les marchés financiers français et internationaux (source AFT) :



Les non-résidents (banques situées hors de France) détiennent **63%** de la dette de l'état ; fin 2015, l'Agence France Trésor précise que cette part était de 82,5% pour les emprunts à court terme (emprunts de moins d'un an).

Pour la dette sociale les prêteurs étrangers sont omniprésents :



En 2015, les étrangers ont acheté 94% des obligations à moyen et long terme émises par la CADES (source CADES).

Pour la dette des administrations locales nous n'avons pas d'informations précises, mais on peut penser que l'essentiel des emprunts se font auprès de banques situées en France, d'origine française ou étrangère.

Au total, notre calcul nous permet d'estimer que **plus de 60% de la dette publique** française est détenue par des étrangers. Cette part est en croissance continue depuis 20 ans.

Cet endettement auprès de l'étranger supérieur à 60% est aussi la règle pour les 50 Mds€ de la dette SNCF qui pratique une « stratégie de financement diversifiée » : 39% en France, 43% en Europe et 18% hors Europe.

On se rappellera que la plus grosse banque dite « française », premier partenaire de l'état pour la dette est la BNP qui est détenue à 66% par des étrangers. Il faudrait donc la compter comme une banque étrangère, ses deux principaux actionnaires étant l'état belge et le financier américain BLACKROCK (voir notre dossier « bourse et mondialisation »).

NB : les non-résidents sont par définition des établissements hors de France. Si on veut connaître la part des étrangers, il faut ajouter aux non-résidents les filiales françaises des banques étrangères et les banques anciennement françaises qui ont été rachetées par des étrangers comme BNP par exemple.

## **-B – La dette brute de l'état**

La dette de l'état représente la majeure partie de la dette publique. Elle est constituée de la dette négociable, les obligations, et de la dette non négociable, les dépôts des correspondants. Nous ne traitons ici que de la dette négociable obligataire. Cette dette obligataire gérée par l'Agence France Trésor (AFT) représentait un montant de 1 589 Milliards d'euros au 31 décembre 2015.

### 1/ Le management de la dette

Comment cette dette est-elle gérée ?

Chaque année l'AFT prépare un programme avec les dates et les montants des adjudications prévues pour l'année.

Les obligations sont vendues par l’AFT aux 18 Spécialistes en Valeurs du Trésor (les SVT) qui ont été sélectionnés : c’est le marché primaire. Ces SVT sont des établissements bancaires qui vont ensuite revendre ces obligations sur le marché secondaires où viendront se fournir les particuliers, les fonds souverains, les Asset Managers, les fonds de pensions, etc...

Parmi ces 18 banques sélectionnées on trouve les grands établissements mondiaux. Le tableau ci-dessous donne pour chacune des banques son actionnaire (ou groupe d’actionnaire) principal :

Banques	Pays	Premier actionnaire
Commerzbank,	Allemagne	Etat allemand
Deutsche Bank,	Allemagne	Les 4 AM américains
Barclays,	Angleterre	Les 4 AM américains
HSBC,	Angleterre	Les 4 AM américains
Royal Bank of Scotland,	Angleterre	Etat britannique
Scotiabank Europe,	Canada	Etat canadien
Santander,	Espagne	Les 4 AM américains
BNP Paribas,	France	Etat Belge
Crédit Agricole - CIB,	France	Autocontrôle
Natixis,	France	BPCE
Société Générale,	France	Institutionnels français
Nomura,	Japon	Trust banks japonaises
UBS.	Suisse	Les 4 AM américains
Bank of America - Merrill Lynch,	USA	Les 4 AM américains
Citigroup,	USA	Les 4 AM américains
Goldman Sachs,	USA	Les 4 AM américains
JP Morgan,	USA	Les 4 AM américains
Morgan Stanley,	USA	Mitsubiqhi (Japon)

Source : la vérité des chiffres

Sur le tableau nous voyons que 9 banques ont pour premier actionnaire le groupe des **4 grands Asset Managers américains** (Blackrock, Vanguard, Sate Street et Fidelity). Dans les 9 autres cas où ils ne sont pas premiers actionnaires, les 4 grands AM américains sont deuxième ou troisième actionnaire.

Dans les cas où l’actionnaire principal est très fort comme Natixis, Crédit Agricole ou Royal Bank of Scotland, ils sont quand même présents au capital.

IL est intéressant de savoir que l’état norvégien est un des actionnaires de référence de 14 de ces 18 banques.

La Norvège est liée aux grands AM américains : en effet, l'état norvégien possède 12,66% des actions de Blackrock, n°1 mondial.

Dans le tableau ci-dessous, on notera que Blackrock et Vanguard sont actionnaires partout sauf chez Nomura. Cependant Blackrock est actionnaire de certaines activités de Nomura aux Etats-Unis.

Actionnaires en % du capital	Origine	Vanguard	Blackrock	State Street	Fidelity	Norvège
Commerzbank,	Allemagne		4,80			
Deutsche Bank,	Allemagne	2,10	4,09		1,89	1,85
Barclays,	Angleterre	2,38	2,98			3,02
HSBC,	Angleterre	2,25	8,60	1,07		1,99
Royal Bank of Scotland,	Angleterre	0,58	0,66			0,76
Scotiabank Europe,	Canada	1,44	1,43			1,65
Santander,	Espagne	1,99	2,93	1,48		1,84
BNP Paribas,	FR/Belgique	1,60	5,10			2,13
Crédit Agricole - CIB,	France	0,78	0,47			1,09
Natixis,	France	0,61	0,33			
Société Générale,	France	1,84	5,04			1,58
Nomura,	Japon			7,81		
UBS.	Suisse	1,91	6,80		1,89	3,21
Bank of America	USA	5,67	5,67	5,07	2,29	1,58
Citigroup,	USA	5,55	3,67	5,19	2,56	0,86
Goldman Sachs,	USA	5,21	5,00	6,12	1,11	
JP Morgan,	USA	5,94	6,02	5,24	3,30	0,88
Morgan Stanley,	USA	4,25	2,60	7,89		0,51

*Sources diverses rassemblées par la vérité des chiffres*

Les 18 SVT qui achètent les obligations de l'état français sur le marché primaire ont **toutes des liens avec la grande finance américaine – les 4 AM – ou en sont directement dépendantes.**

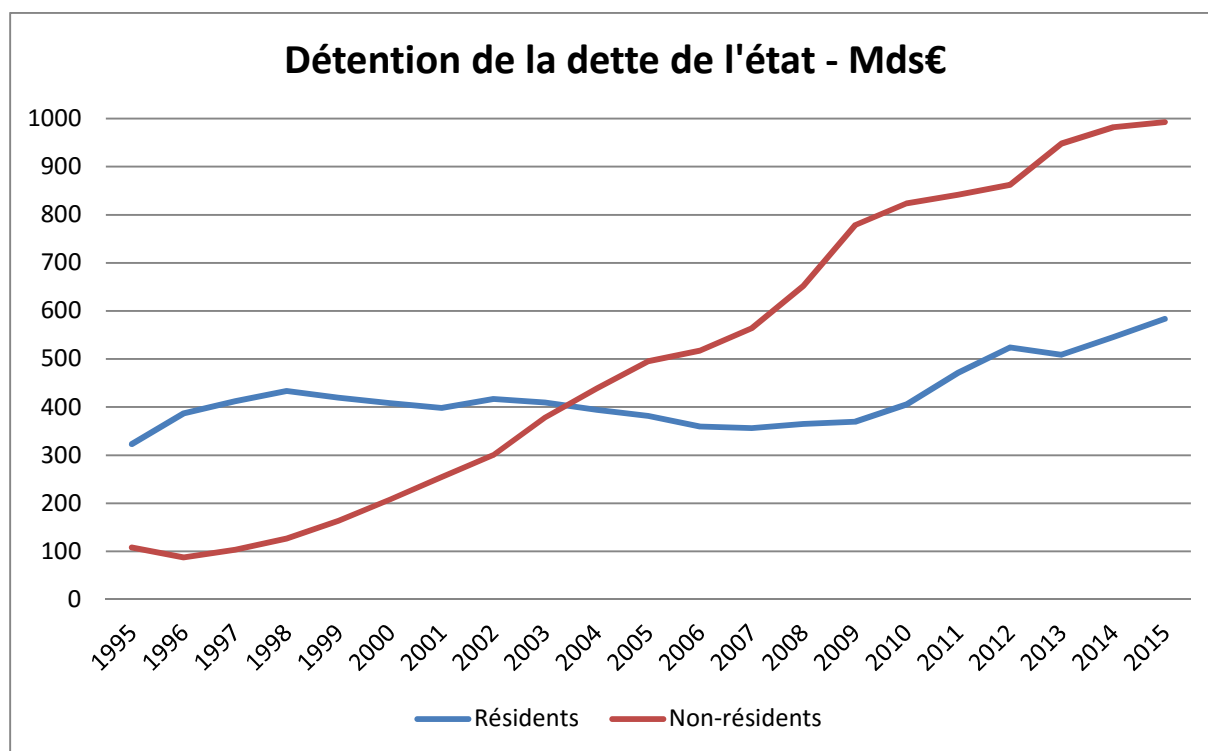
## 2/ Internationalisation de la dette

Jusque dans les années 1980, l'état français s'endettait quasi uniquement en France : ainsi en 1982, les étrangers ne détenaient que 4% de la dette de l'état.

A partir de 1997 l'état français a décidé que l'accroissement de la dette se ferait uniquement à l'étranger pour une durée de 10 ans.

Le tableau ci-dessous nous montre l'évolution de la répartition de la dette de l'état entre prêteurs français et prêteurs étrangers : **de 1997 à 2010, les français**

**ne prêtent pas un centime de plus à l'état français pour laisser la place aux étrangers** qui, pendant le même temps, multiplient leur part de la dette par un facteur 8.



Les français ne prêtent à nouveau à l'état français que depuis 2011 et depuis achètent environ la moitié des obligations vendues par l'état.

En 1996, les étrangers ne détenaient que 20% de la dette. Aujourd'hui, la dette de l'état français est détenue (AFT):

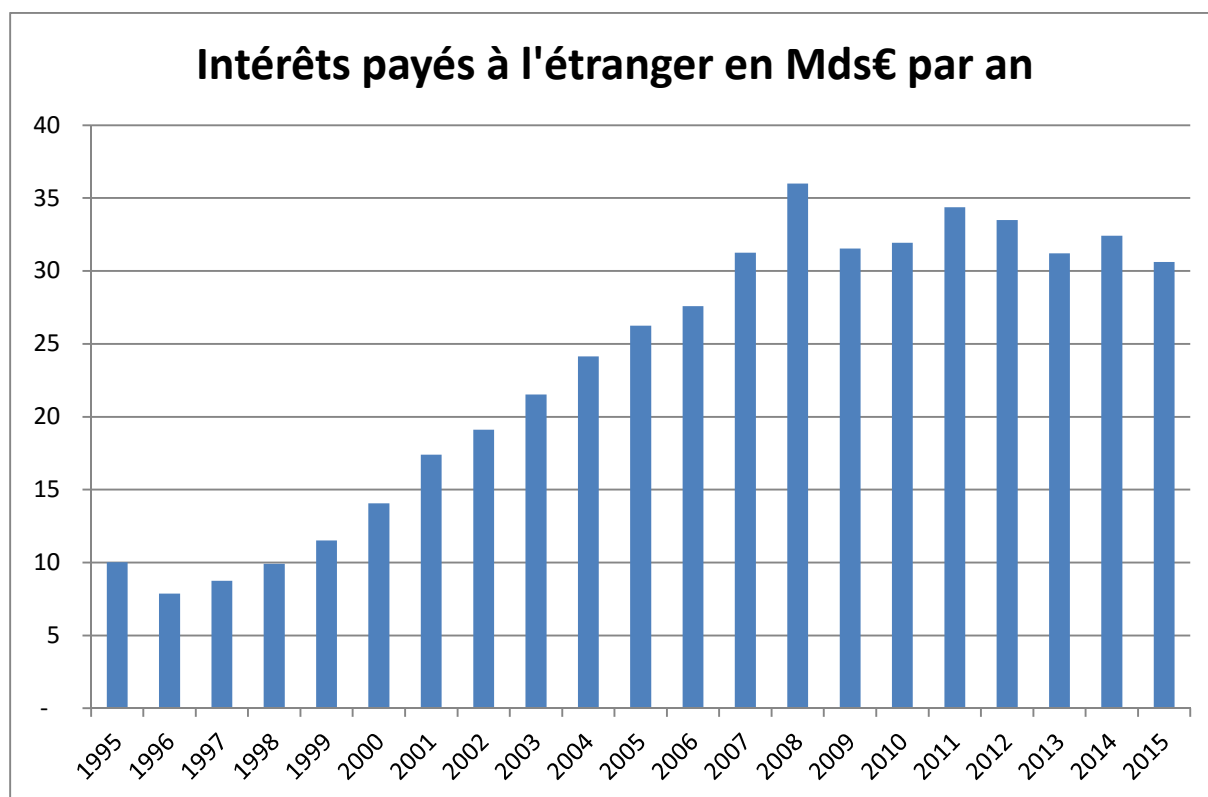
- A 63% par les non-résidents
- A 19% par des compagnies d'assurances françaises
- A 9.4% par des banques françaises
- A 2% par des fonds français
- A 7% par des autres non définis par France Trésor.

La décision d'emprunter auprès des étrangers (sous la pression de Bruxelles ?) a deux inconvénients majeurs qui nuisent à notre pays:

- D'un point de vue stratégique car la France est dépendante d'un petit nombre de créanciers étrangers, ce qui leur donne un énorme pouvoir sur notre état ;
- D'un point de vue économique car une part importante des intérêts payés chaque année sort de France et appauvrit notre pays.



Le graphe ci-dessous nous montre que plus de 30 Milliards d'euros sont payés à l'étranger sous forme d'intérêts chaque année au lieu de 10 avant le changement de politique.



NB : Les montants ci-dessus sont estimés à partir des chiffres donnés par l'INSEE en prenant un taux moyen d'endettement public à l'étranger égal à celui de l'état français (c'est plus pour la sécurité sociale, mais c'est moins pour les collectivités locales).

## **-C – Les mécanismes de la dette**

### 1/ Un exemple pour comprendre : l'emprunt Giscard de 1973

Question écrite du sénateur socialiste Jean-Pierre Masseret au ministre des finances parue au Journal Officiel du 12/03/1987 :

M. Jean-Pierre Masseret rappelle à M. le ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et de la privatisation, qu'en 1973 le Gouvernement a lancé un emprunt à 7 p. 100, indexé sur le cours de l'or, dénommé depuis emprunt Giscard. Cet emprunt, qui a rapporté à l'Etat **6,5 millions de francs**, s'est révélé être une excellente opération pour les souscripteurs. Les classes d'indexation ont déjà coûté à l'Etat, pour les seuls intérêts avant tout remboursement du capital, près de 35 milliards de francs. En 1988, le pays devra honorer, en une seule fois, **une échéance de 50 milliards, soit 24 p. 100 de la totalité de l'impôt** sur le revenu payé par les Français en 1987. Comment le Gouvernement compte-t-il faire pour ne pas mettre en péril l'équilibre des finances publiques.

Réponse. -Comme l'ensemble des emprunts d'Etat arrivant à échéance, l'emprunt 7 p. 100 1973 devra être refinancé par des emprunts nouveaux. Dans un souci de lisser l'échéancier de la dette publique dans les mois à venir, l'Etat a mis en place une procédure permettant le paiement en titres de l'emprunt 7,73 p. 100 1973 des obligations assimilables du Trésor, mises en adjudication chaque mois à la Banque de France (décret n° 87-61 du 4 février 1987 modifiant le décret du 5 janvier 1987 relatif à l'émission de l'emprunt d'Etat janvier 1987). D'une façon générale, la dette publique s'est considérablement alourdie au cours des dernières années sous l'effet de l'aggravation du déficit budgétaire, et croît encore plus rapidement que le P.I.B. C'est pourquoi le Gouvernement a décidé de consacrer l'essentiel des produits de la privatisation à l'amortissement de la dette publique. Il a notamment ouvert la possibilité de payer en titres d'emprunt d'Etat des actions cédées par l'Etat lors des opérations de privatisation (article 5 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités d'application des privatisations).

Ce document est intéressant à plusieurs titres :

1. Il met en évidence la catastrophe économique qu'a été l'emprunt Giscard de 1973 indexé sur l'or au moment où le cours de l'or s'envolait (nous y reviendrons) : le taux d'intérêt de cet emprunt a été au final de **101% par an**. Oui, vous avez bien lu.
2. Pour rembourser l'emprunt on fait des emprunts nouveaux.
3. Pour rembourser l'emprunt on peut aussi vendre des entreprises.

Privatisations de 1986 à 1988 :

Sociétés privatisées en 1986-1988 par J.Chirac	Milliards de francs
Saint-Gobain	8,4
Banque Paribas	12,8
TF1	4,4
Crédit Commercial de France	2,2
Compagnie Générale d'Electricité	5,4
Société Générale	17,2
Havas	2,8
Matra	1,0
Groupe Suez	14,9
<b>Total</b>	<b>69,1</b>

Source : wikipedia

Les 10 groupes industriels et bancaires vendus par Jacques Chirac pour 69,1 Milliards de francs ont permis de payer les échéances de l'emprunt Giscard pour 1987 et 1988, intérêt et capital : 68,3 MdsFF. (voir plus bas les détails de l'emprunt Giscard 1973).

## 2/ Mécanismes de la dette : les privatisations

Nous avons vu ci-dessus qu'un moyen de payer les intérêts des emprunts est de vendre le patrimoine de l'état sur le marché, au prix décidé du marché. Voici la liste des principales sociétés privatisée à partir de 1986 :

Sociétés	Gouvernement	Année
Saint-Gobain	Chirac	1986
Banque Paribas	Chirac	1987
TF1	Chirac	1987
Crédit Commercial de France	Chirac	1987
Compagnie Générale d'Electricité	Chirac	1987
Société Générale	Chirac	1987
Havas	Chirac	1987
Matra	Chirac	1987
Groupe Suez	Chirac	1987
Crédit Local de France	Rocard	1991
Renault	Rocard	1990
Rhône-Poulenc	Balladur	1993
BNP	Balladur	1993
Elf-Aquitaine	Balladur	1994
UAP	Balladur	1994
SEITA	Balladur	1995
TOTAL	Balladur	1995
COFACE	Balladur	1994
AGF	Juppé	1996
Compagnie Générale Maritime	Juppé	1996
Péchiney	Juppé	1995
Usinor-Sacilor	Juppé	1995
Compagnie Fr Navigation Rhénane	Juppé	1996
BFCE	Juppé	1996
Bull	Juppé	1997
Air France	Jospin	1999
Autoroute Sud de la France	Jospin	2002
Crédit Lyonnais	Jospin	1999
France Télécom	Jospin	1997
Eramet	Jospin	1999
GAN	Jospin	1998
Thomson Multimédia	Jospin	1998
CIC	Jospin	1998
CNP	Jospin	1998
Aérospatiale – EADS	Jospin	2000
Autoroutes Paris Rhin Rhône	Villepin	2005

SNECMA	Raffarin	2004
Autoroutes Nord de la France	Villepin	2005
Autoroutes du Sud de la France	Villepin	2006
Gaz de France (vente partielle)	Villepin	2005
SNCF	Villepin	2005
EDF (vente partielle)	Villepin	2005
Aéroport de Paris	Villepin	2005
Direction Constructions Navales	Villepin	2005

Source : Wikipédia

Les sociétés privatisées sont aujourd’hui parmi les fleurons de la bourse de Paris, elles ont évolué depuis leur privatisation et représentent début 2016 une capitalisation boursière que nous estimons à 530 Milliards d’euros, dont 121 Mds€ pour le seul groupe TOTAL issu des privatisations de TOTAL et ELF Aquitaine. TOTAL, fleuron de la souveraineté énergétique française est maintenant à plus de 70% dans les mains de la finance internationale : voir notre dossier « Bourse et Mondialisation ».

Toutes ces ventes de patrimoine technique et industriel de la France ont freiné la hausse de la dette sans pour autant inverser la tendance.

En 1999, la commission des finances du sénat écrivait : « La réduction du patrimoine net des administrations publiques aurait servi à financer des dépenses de fonctionnement et de transferts ». En d’autres termes : au lieu de réduire les dépenses courantes, on a préféré vendre le patrimoine de l’état.

### 3/ Mécanismes de la dette : l’effet « boule de neige »

Depuis 1950, sauf pendant une dizaine d’année sous de Gaulle et Pompidou, les gouvernements successifs ont eu comme politique de rembourser la dette en créant de nouveaux emprunts. Ceci conduit à un effet cumulatif des intérêts ; on emprunte sans dégager aucune ressource pour rembourser.

Sur 65 ans (depuis 1950), le taux d’intérêt moyen, en incluant les avantages fiscaux accordés aux prêteurs est supérieur à 7%. Faisons une simulation simple avec un taux d’intérêt de 7% sur 60 ans, durée du premier emprunt Pinay de 1952.

Exemple : supposons que l’état emprunte 1 Milliard d’euros à 7% sur 60 ans. Au bout de 60 ans l’endettement initial sera devenu une dette de 39 Milliards.

Evolution de la dette	Milliards de francs
Dettes initiales	1,000
Après 10 ans à 7%	1,840
Après 20 ans à 7%	3,386
Après 30 ans à 7%	6,230
Après 40 ans à 7%	11,462
Après 50 ans à 7%	21,091
Après 60 ans à 7%	38,807

Source : la vérité des chiffres

Pour le financier qui prête, c'est une excellente affaire.

Autre exemple : supposons que l'état emprunte chaque année 1 Md€ au taux de 7% pendant 60 ans et qu'il paie les intérêts grâce à des emprunts. A la fin de la période, la dette s'élèvera à 813 Mds€ à comparer aux 60 Mds€ effectivement empruntés.

On voit par ces exemples que le facteur principal d'augmentation de la dette sur le long terme est l'effet cumulatif des intérêts, appelé « effet boule de neige » par les économistes.

#### 4/ Mécanismes de la dette : les déficits primaires

Lorsque l'on analyse les dépenses de l'état, on doit d'abord s'intéresser à la notion de déficit primaire : le déficit primaire est le déficit de l'état avant le paiement des intérêts de la dette.

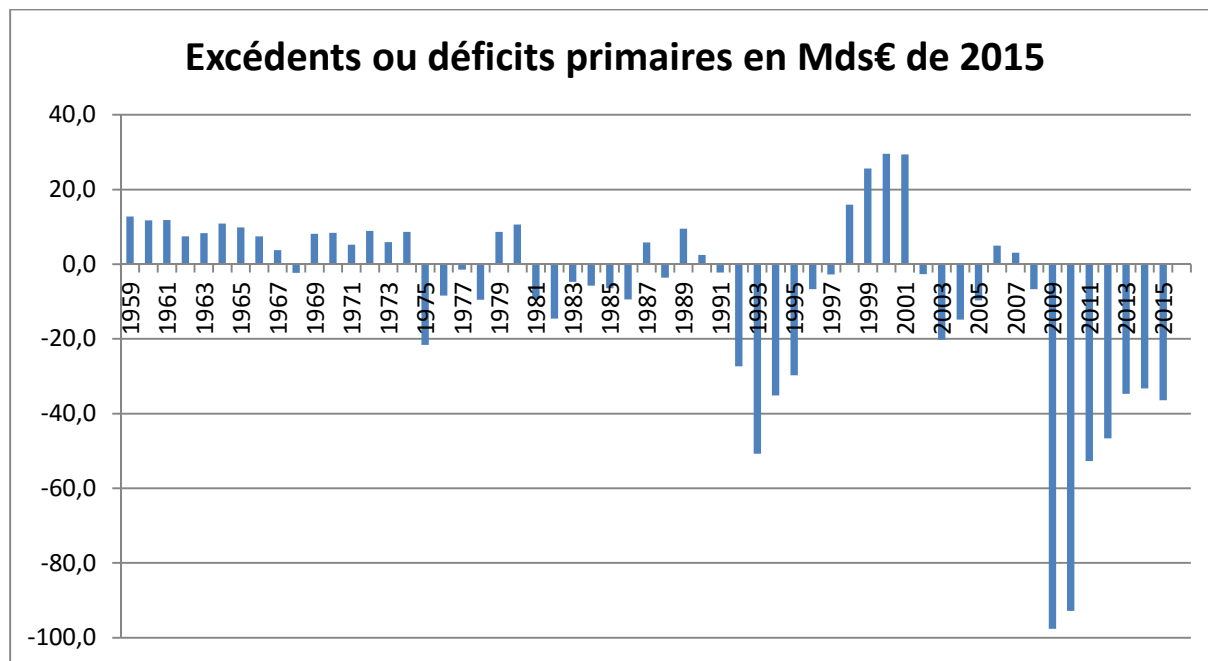
Le gouvernement en place à l'année N est responsable de son déficit primaire ou de son excédent primaire. Par contre les intérêts qu'il paie au cours de l'année N sont un héritage des emprunts des 50 années précédentes.

Exemples :

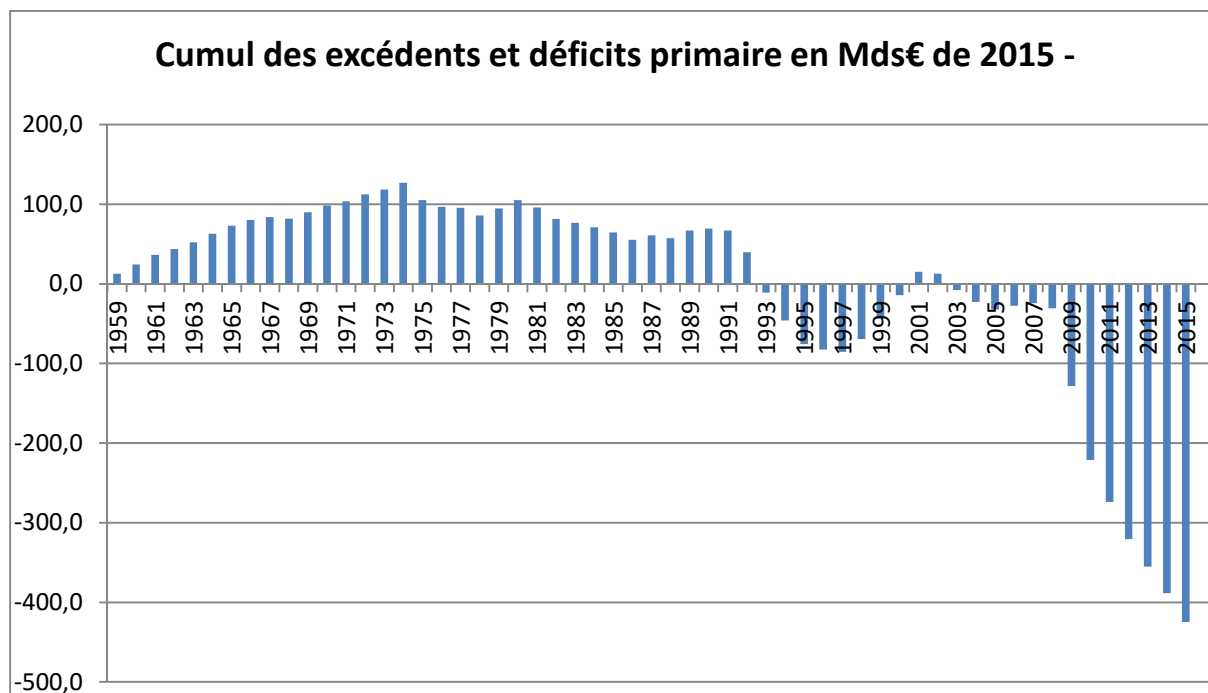
1. En 1993, le déficit primaire était de -36.5 Mds de francs, c'est-à-dire que les dépenses courantes dépassaient les recettes courantes de 36,5 Mds de francs. De plus l'état a dû payer 35,4 Mds d'intérêts sur les emprunts hérités du passé, ce qui s'est traduit par un déficit global de 72 Mds de francs (36,5 + 35,4).
2. En 1999, l'état a dégagé un excédent primaire de 20 Mds de francs, c'est-à-dire que les recettes courantes ont dépassé les dépenses courantes de

20,2 Mds de Francs. L'état a dû payer cette année-là 41 Mds de francs d'intérêts sur la dette. Au final le déficit global était de 21 Mds de francs.

Regardons ci-dessous les déficits primaires de chaque année corrigés de l'inflation depuis l'arrivée du Général de Gaulle en 1959 jusqu'en 2015 : (source INSEE – calcul de la vérité des chiffres).



Faisons le cumul de ces excédents ou déficits primaires depuis 1959:



De 1959 à 2003, le cumul est à zéro, ce qui veut dire que les excédents corrigent les déficits sur cette période de 43 ans. Corrigé de l'inflation, il n'y a ni gain ni perte sur 43 ans. Début 1959, la dette publique totale était d'environ 15 Mds€ courants. En décembre 2003, la dette brute était passée à 1051 Mds€ malgré les nombreuses privatisations.

## **Comment un état qui équilibre ses comptes avant paiement des intérêts peut-il accumuler mille milliards d'euros de dettes.**

### **C'EST LE MYSTERE DES INTERÊTS CUMULES**

De 1959 à 2007, le cumul des déficits primaires est proche de zéro.

En résumé, au 31/12/2015, la dette publique nette était de 1.904 Mds€. Nous allons voir dans le tableau suivant d'où vient la dette:

- La dette était petite au départ fin 1970
- La dette a été doublée entre 1970 et 1980 par les emprunts indexés sur l'or
- La dette a évolué en « boule de neige »
- La dette a cru grâce aux déficits primaires (surtout depuis 2009)

Origines de la dette publique au 31/12/2015	Md€
Dette fin 1970	30
Emprunts indexés sur l'Or "Pinay et Giscard	25
Cumul des déficits primaires de 1971 à 2015 – hors inflation	488
Intérêts payés de 1971 à 2015	1 318
Autres causes non identifiées	43
<b>Dette nette 31/12/2015</b>	<b>1 904</b>

NB : Le tableau ci-dessus est une estimation qui n'est pas rigoureusement exacte car les nombreux documents consultés (INSEE, Rapports de l'administration, Banque de France) sont souvent contradictoires avec des règles comptables différentes. Les ordres de grandeurs sont seuls à retenir.

La principale cause de la dette est constituée par les intérêts de remboursement de la dette. Les emprunts OR ont joué le rôle d'accélérateur au moment du redémarrage de la dette après de Gaulle.

De ce tableau on peut dire bien sûr que le déficit crée la dette, mais surtout que

**la dette crée le déficit.**

## 5/ Mécanismes de la dette : les taux d'intérêts

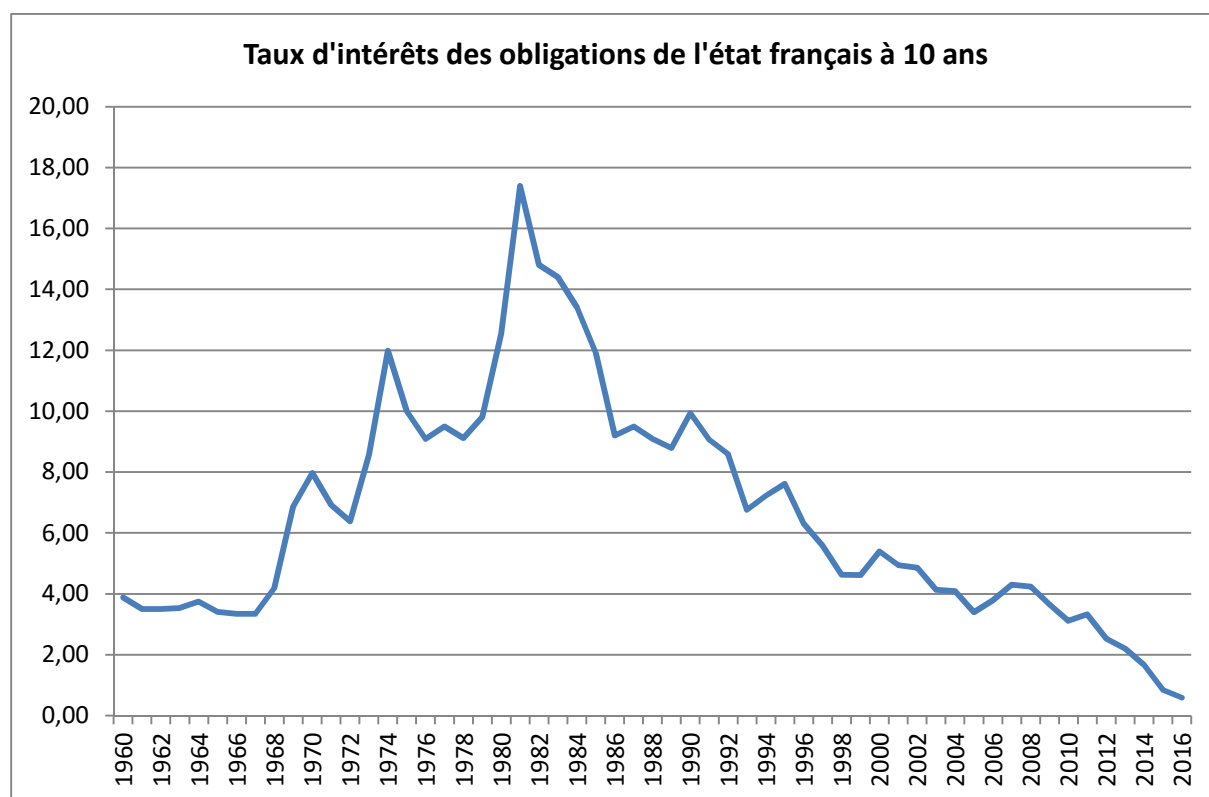
Le taux d'intérêt est le coût à payer pour l'argent emprunté. En règle générale, le taux d'intérêt augmente si le remboursement du capital est plus lointain.

Exemple : si j'achète à l'état une obligation de 1.000€, à 10 ans avec un taux de 5%, cela veut dire que je toucherai chaque année un « coupon » de 50€ (5% de 1.000€) et que je serai remboursé du capital de 1.000€ au bout de 10 ans.

Un emprunt peut être indexé sur l'inflation, ce qui veut dire que les intérêts et/ou le capital final remboursé seront augmentés du taux d'inflation. Nous ne reviendrons pas sur ces emprunts indexés qui restent minoritaires.

Les taux d'intérêts évoluent dans le temps essentiellement en fonction de l'inflation avec cette constante que les emprunts à long terme ont des taux plus élevés que les emprunts à court terme. C'est ce qu'on appelle la courbe des taux. Ceci est une règle générale qui peut souffrir quelques exceptions.

Nous donnons ci-dessous l'évolution depuis 1960 des taux à 10 ans, c'est-à-dire le prix payé chaque année par l'état lors de l'émission des obligations à 10 ans.



Sources : Banque Mondiale de 1960 à 1980 taux à long termes ; Wikipedia de 1981 à 1986 taux à 10 ans ; Banque de France de 1987 à 2016 taux des obligations d'état à 10 ans. Cette courbe n'étant pas totalement homogène sur les 56 ans, on en retiendra l'aspect et surtout la descente continue depuis 1981.



Les taux d'intérêt ne cessent de baisser depuis le pic de 1981 : 35 années de baisse quasi continue. Le taux à 10 ans des obligations françaises est tombé en-dessous de 0.4% en juin 2016.

Un contexte de baisse des taux permet aux détenteurs d'obligations d'engranger régulièrement des plus-values. **Ce qui veut dire que les acheteurs touchent des intérêts mais aussi des plus-values en continu depuis 35 ans. Cet eldorado touche à sa fin.**

La remontée des taux va être la cause de moins-values pour les détenteurs d'obligations.

Le taux d'intérêt payé par l'état est lié :

- Au taux d'inflation anticipé pour les futures années
- A la qualité de la signature de l'état français donnée par les agences de notations qui notent les emprunteurs en fonction de la solidité de leurs finances. Si la note est mauvaise, le taux d'intérêt sera plus élevé.

Les principales agences de notation détiennent 95% du marché mondial de la notation financière d'après Wikipedia :

- Standard & Poor's Global Inc : S&P
- Moody's
- Fitch Ratings Ltd

A qui appartiennent ces agences ? A des américains.

S&P, la plus importante, a pour principaux actionnaires les 4 Grands Asset Managers. Les actionnaires suivants sont d'autres Asset Managers américains plus ou moins liés aux 4 premiers.

	S&P	Moody's	Fitch
Vanguard	6,76%	7,47%	
Blackrock	5,57%	2,82%	
Fidelity	6,73%	1,41%	
State Street	4,41%	3,62%	
JP Morgan		1,27%	
Berkshire Hathaway		12,70%	
Goupe Hearst			80%
Fimalac			20%

Moody's a pour premier actionnaire Berkshire Hathaway, fonds du milliardaire américain Warren Buffet ; les 4 grands Asset Managers sont aussi présents.

Fitch appartient au groupe de média américain Hearst à 80% et à 20% à la société française Fimalac.

Les trois agences donnent les notes suivantes à la dette française (wikipedia avant le Brexit) :

- S&P donne la note AA avec une perspective négative
- Moody's donne la note Aa2 avec une perspective stable
- Fitch donne la note AA avec une perspective stable

On n'est pas étonné que ces trois agences donnent la même note.

Par contre l'agence chinoise Dagong donne à la France la note A+ et l'agence Egan-Jones la note BBB.

On peut se rappeler (voir ci-dessus) que les 4 Grands Asset Managers Américains sont aussi les principaux actionnaires des 18 banques qui achètent les obligations de l'état français sur le marché primaire.

**Ceux qui notent la dette de la France et ceux qui achètent la dette dépendent des mêmes actionnaires américains.**

## 6/ Mécanismes de la dette : Court terme VS moyen-long terme

L'Agence France Trésor gère la dette de la France et émet divers types d'obligations :

- Les BTF : Bons du Trésor à taux Fixe, sont des obligations à court terme de trois mois à un an.
- Les BTAN : Bons du Trésor à intérêt ANnuel, sont des obligations à moyen terme de 2 à 5 ans.
- Les OAT : Obligations Assimilables du Trésor, sont des obligations à long terme de 10ans, 15 ans, 30 ans ou 50 ans.

En règle générale, sauf cas accidentels, les taux d'intérêts sont plus élevés pour le long terme que pour le court terme.

Par exemple début 2005, l'AFT a émis

- Une OAT à 50 ans au taux de 4%
- Une OAT à 15 ans au taux de 3,75%
- Une OAT à 10 ans au taux de 3,5%
- Un BTAN à 5 ans au taux de 3%
- Un BTAN à 2 ans au taux de 2,25%

- Un BTF à 1 an au taux de 2,2%
- Un BTF à 6 mois au taux de 2,1%
- Un BTF à trois mois au taux de 2,05%

Cet exemple constitue ce qu'on appelle la courbe des taux.

Emprunter à court terme coûte moins cher qu'emprunter à moyen ou long terme.

Le tableau ci-dessous donne le coût annuel payé par l'état sur son portefeuille obligations depuis 1995 :

Intérêts payés chaque année sur la dette				cumul des intérêts sur une dette contractée en 1994	
	OAT+BTAN	BTF	Ecart	OAT+BTAN	BTF
1995	7,6%	5,7%	1,9%	7,6%	5,7%
1996	8,0%	3,9%	4,1%	16,2%	9,8%
1997	7,5%	2,4%	5,0%	24,9%	12,5%
1998	6,8%	2,8%	3,9%	33,3%	15,7%
1999	6,3%	1,5%	4,9%	41,8%	17,4%
2000	6,1%	3,0%	3,0%	50,4%	20,9%
2001	5,9%	4,0%	2,0%	59,3%	25,7%
2002	5,9%	3,4%	2,4%	68,6%	30,0%
2003	5,6%	1,9%	3,7%	78,1%	32,5%
2004	5,3%	1,6%	3,8%	87,6%	34,6%
2005	5,0%	1,5%	3,5%	96,9%	36,6%
2006	4,7%	2,3%	2,4%	106,2%	39,8%
2007	4,5%	5,2%	-0,7%	115,4%	47,1%
2008	4,7%	5,6%	-1,0%	125,5%	55,3%
2009	4,0%	1,2%	2,8%	134,5%	57,2%
2010	4,2%	0,5%	3,7%	144,3%	58,0%
2011	4,2%	0,9%	3,4%	154,6%	59,3%
2012	4,0%	0,1%	3,8%	164,7%	59,5%
2013	3,6%	0,1%	3,5%	174,1%	59,7%
2014	3,3%	0,1%	3,2%	183,1%	59,8%
<b>Taux moyen</b>	<b>5,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,0%</b>		

Source : AFT – calcul effectué par la vérité des chiffres

Nous voyons ci-dessus que sur les 20 dernières années, le coût moyen du court terme est de 2,4% tandis que celui du moyen-long terme est de 5,4%. Avec le moyen long terme, un emprunt de 100€ en 1994 coûte 183€ d'intérêts en 2014 tandis que la même somme empruntée à court terme n'amène que 59,8€ d'intérêts.

La dette n'étant jamais remboursée, il faut cumuler les taux d'intérêts successifs.

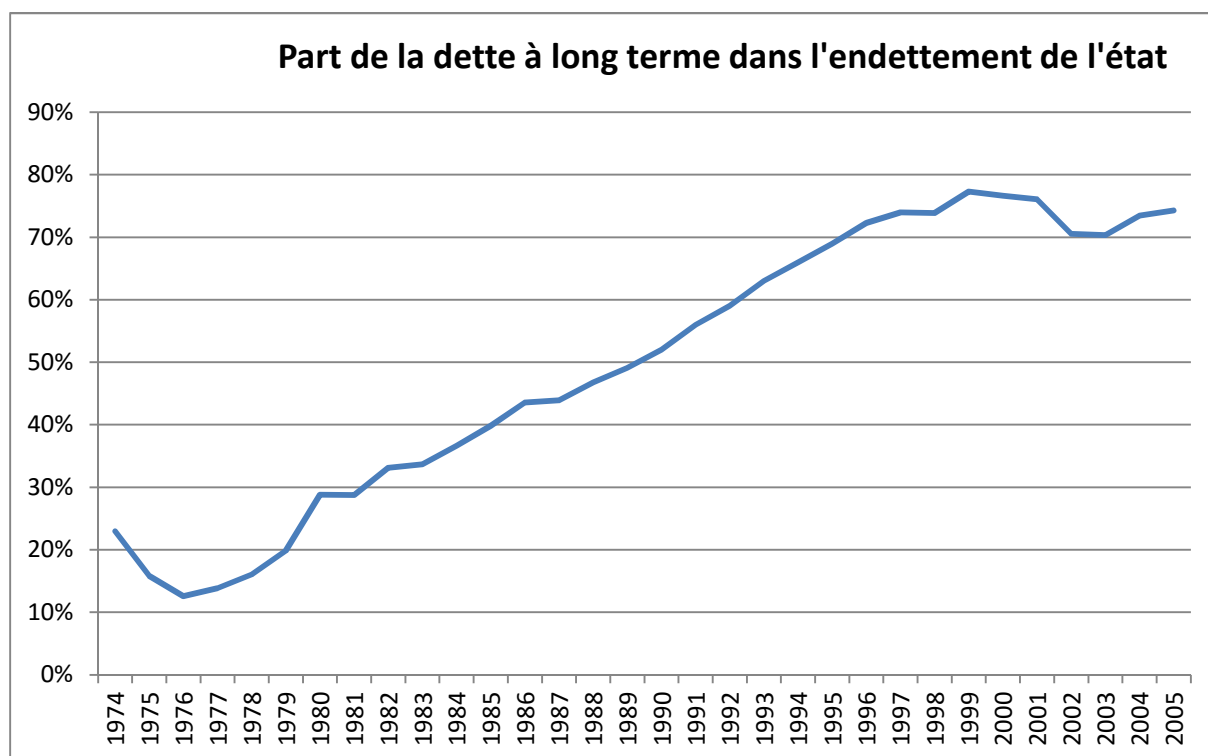
**Sur la période ci-dessus, une somme empruntée à long terme coûte trois fois plus cher qu'empruntée à court terme**

**En choisissant de privilégier la dette à moyen et long terme, l'état français a choisi le coût le plus élevé**

Sous la 4<sup>e</sup> république et du temps de de Gaulle ou Pompidou, on privilégiait la dette à court terme auprès de prêteurs français. Le poids du long terme a commencé à augmenter sous Giscard d'Estaing.

La décision de passer en dette à long terme a été prise par le président Giscard d'Estaing en 1976. Cela a contribué à l'explosion des intérêts payés.

NB : Sur le graphique, la baisse de 74 à 76 ne correspond pas à une politique, mais au remboursement d'emprunts indexés (calcul de la vérité des chiffres d'après les données de Annuaire INSEE puis AFT).



Après 2005, la part du long terme continue à augmenter jusqu'à 82% en 2015.

## 7/ Evolution de la structure de la dette depuis 40 ans

Le tableau ci-dessous nous montre comment a évolué la structure de la dette en 40 ans depuis 1974 sur les trois aspects principaux.

Dette de l'état en fin 2014				
	en € en 2014		en Francs de 1974	
<b>Dette négociable</b>				
Moyen et long terme résidents	509,7	31%	44	22%
Court terme résidents	30,6	2%	33	17%
Moyen et long terme non-résident	842,3	<b>51%</b>	1,2	1%
Court terme non-résident	144,4	9%		0%
		<b>0%</b>		<b>0%</b>
<b>Dette non négociable</b>		0%		0%
Dépôts des correspondants	134,9	8%	101	<b>51%</b>
Bons en compte courant		0%	3,6	2%
Bons souscrits org. Intern		0%	6,9	4%
Banque de France	0,0	0%	3	2%
Autres		0%	4,4	2%
		<b>0%</b>		<b>0%</b>
<b>Total</b>	<b>1661,9</b>	<b>100%</b>	<b>197,1</b>	<b>100%</b>
Dette négociable	1527,0	92%	78,2	40%
Dette non négociable	134,9	8%	118,9	60%
Court terme	309,9	19%	151,9	77%
Long terme	1352,0	81%	45,2	23%
Français	675,2	41%	189	96%
Etrangers	986,7	59%	8,1	4%

Sources : Agence France Trésor pour 2014 ; Annuaire statistique de l'INSEE pour 1974

A propos des dépôts des correspondants, l'AFT écrit dans son rapport de 2014 : « ces encours d'un montant de 134,9 Mds€ constituent une ressource stable pour la trésorerie de l'état ». Nous ajoutons : **à taux zéro**.

1. La dette négociable, celle qui passe par les marchés financiers représente 92% du total contre 40% en 1974.
2. La dette à long terme, celle qui coûte le plus cher, est passée de 23% à 81% du total.
3. La dette étrangère, auprès des non-résidents, est passée de 4% à 59% du total.

Pour conclure cette évolution de la structure, nous laissons la parole à la commission des finances du sénat de 1999 (42 sénateurs) dans le rapport de Monsieur Marini sur la dette de 1980 à 1999 :

*La durée moyenne de la dette s'est allongée, les prêts à court terme étant remplacés par un financement obligataire.*

*Elle s'est renchéri, les moyens de paiement peu onéreux qui représentaient un quart du financement en 1980 n'en couvrant plus que 8 % en 1997.*

*Cette modification de la structure de la dette publique est manifeste d'une situation où l'Etat s'est trouvé de plus en plus soumis aux contraintes d'un emprunteur quelconque.*

*Le poids des intérêts de la dette publique s'est ainsi considérablement accru.*

Cette politique de coût élevé et de dépendance de la finance internationale tourne le dos à la politique d'indépendance du général de Gaulle.

## 8/ Mécanismes de la dette : le traité de Maastricht

En février 1992, la France signe le traité de Maastricht qui va donner à l'Europe son aspect actuel avec le transfert des pouvoirs financiers à Bruxelles et à la Banque Centrale Européenne.

L'article 104 du traité de Maastricht définit la règle en matière financière :

Article 104 1. Il est interdit à la BCE et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées 'banques centrales nationales', d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions ou organes de la Communauté, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.

Cet article met OUT les banques centrales nationales ; il va dans le sens de l'article n°25 très controversé de la loi Pompidou-Giscard de janvier 1973 sur la Banque de France : cet article était le suivant :

Article 25 - Le Trésor public ne peut être présentateur de ses propres effets à l'escompte de la Banque de France.

Cet article signifiait que l'état ne pouvait pas vendre des bons du trésor à la Banque de France et qu'il ne pouvait pas s'adresser à la Banque de France pour ses besoins de trésorerie.

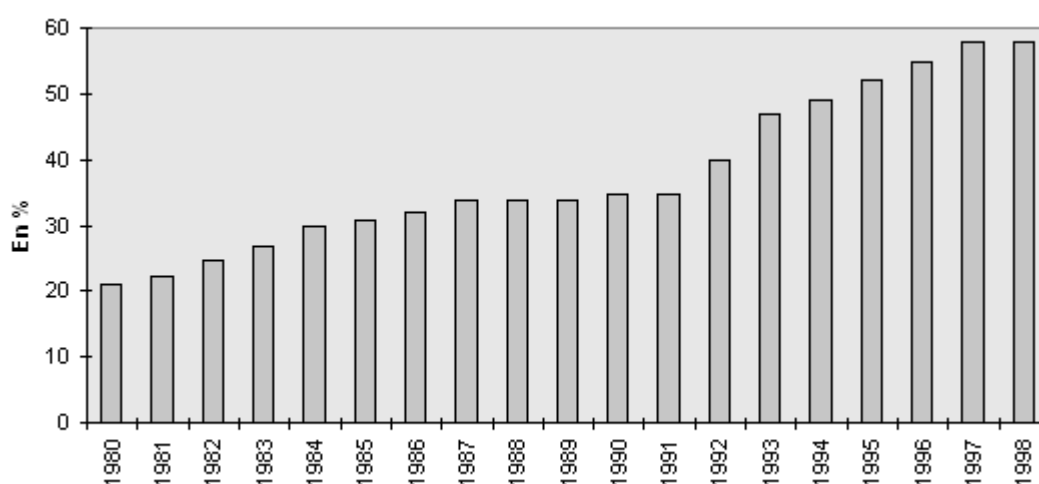
En 1973, quand il avait besoin d'argent frais, l'état pouvait cependant s'adresser à la Caisse des Dépôts ou aux banques dont beaucoup étaient des établissements publics.

A l'époque, l'état français allait bien, la dette était faible (moins de 15% du PIB) et les impôts rentraient bien. On verra ci-dessous que lors de ce même mois de janvier 1973, l'état lançait le fameux emprunt Giscard : 6,5 Mds de francs empruntés pour un coût de remboursement qui sera supérieur à 100 Mds de francs. Si ces 6,5 petits Milliards avaient été emprunté à la Banque de France ou dans un autre établissement public, on n'en aurait jamais entendu parler.

Dans un contexte où l'état empruntait très peu au secteur financier, cette loi de 1973 apparaît aujourd'hui comme

**le premier pas d'un long processus qui conduirait l'état à  
emprunter quasi exclusivement sur les marchés financiers**

Revenons au traité de Maastricht de février 1992 et regardons l'évolution de la dette publique en % du PIB (graphe extrait du rapport Marini au sénat en 1999) :



On voit sur ce graphe la rupture que marque 1992 dans la dette de la France. C'est le début de l'explosion de la dette qui va monter aux 100% du PIB que l'on connaît aujourd'hui.

Pourquoi Maastricht a-t-il été le poison mortifère de la dette française ?

Notre interprétation : les dévaluations :

Sous la 4<sup>e</sup> République il y a eu 4 dévaluations et 2 en 1958 à l'arrivée du Général de Gaulle. Ensuite une en 1969 (après mai 1968) et trois sous Mitterrand en 1981, 1982, 1983 (voir Wikipedia). Quand la confiance dans l'état baissait (instabilité, dépenses excessives...) le franc était immédiatement attaqué par le marché (la spéculation financière internationale). Ceci avait comme effet positif d'empêcher la dérive de l'endettement car l'état « rectifiait le tir) en mettant un frein à ses dépenses.

Avec Maastricht, l'état français se soumet à des règles de gestions extérieures qui donnent confiance à la finance internationale. Il est en quelque sorte « protégé » par l'Allemagne et peut donc désormais emprunter à tout va. Le phénomène va s'accroître avec le passage à l'euro.

La France est ainsi dans l'engrenage de la dépendance suivant :

1. moins elle est indépendante (liée à l'Allemagne), plus elle peut emprunter à l'étranger, et
2. plus elle emprunte à l'étranger, plus elle est dépendante des créanciers extérieurs.

## 9/ Mécanismes de la dette : les créanciers

Les obligations émises par l'état français sont détenues par :

- des banques
- des gestionnaires d'actifs –les fameux Asset Managers
- des compagnies d'assurances
- des fonds de pensions
- des institutions publiques.

Parmi ces institutions financières les étrangers prennent de plus en plus de place. Dans son rapport d'avril 2016, l'Agence France Trésor indique que deux derniers grands emprunts émis dans le mois, les français n'avaient acheté que 21% du premier et 7% du second.



La dette souveraine (dette des états) détenue par les institutions financières était estimée par la BCE en mars 2015 :

Dette souveraine de la zone euro en trillions d'euros			
Pays	Valeur d'émission des obligations	Valeur marché des obligations	Plus-values potentielles
France	1,5	1,8	0,3
Italie	1,4	1,6	0,2
Allemagne	1,2	1,4	0,2
Espagne	0,8	0,9	0,1
Autres	1,3	1,5	0,2
<b>Total zone euro</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>1,1</b>

Source : *European Quantitative easing : the detailed manual.*

En mars 2015, les institutions financières possèdent pour 7 300 Mds€ d'obligations souveraines dont 1 100 Mds de plus-values potentielles.

Les 1 100 Mds€ de plus-values sont exclusivement sur les obligations de moyen et long terme (2 à 30 ans) ; elles sont dues à la baisse continue des taux d'intérêt depuis 1981. Mais cette baisse touche à sa fin : en effet, les taux à court terme sont maintenant négatifs et le taux à 10 ans est à 0,4% début juin 2016. L'Agence France Trésor anticipe une remontée des taux à 10 ans à 1% en fin 2016 et à 2% en 2017.

Ceci veut dire que la remontée des taux va faire fondre les plus-values détenues par les institutions financières. L'idéal pour les financiers serait de vendre leurs obligations avant le retournement, **mais à qui ?**

## **Qui pourrait aujourd'hui racheter des milliers de milliards d'euros d'obligations ?**

### 10/ Mécanismes de la dette : le quantitative easing QE

Quantitative easing est un terme anglais voulant dire : assouplissement quantitatif. Ce terme gracieux couvre une réalité qui est

« le rachat d'obligations souveraines par les banques centrales ».

Cet « assouplissement quantitatif », nous écrivons dorénavant QE, a été lancé par la banque fédérale américaine (qui est en fait une banque privée appartenant aux principales banques américaines), suivie par la banque du Japon et la Banque Centrale d'Angleterre.

En mars 2015, la BCE (Banque Centrale Européenne) a lancé son propre programme de QE.

En quoi consiste ce programme :

Le QE lancé par la BCE consiste à racheter aux financiers, au prix de marché, c'est-à-dire avec les plus-values, une partie de la dette souveraine qu'ils détiennent. Le rachat en partie par la BCE et en partie par les banques nationales, c'est-à-dire par la Banque de France pour notre pays.

Rappelons-nous que le traité de Maastricht interdit à la Banque de France d'acheter à l'état des obligations souveraines. C'est pourtant ce qu'on va faire ici, mais la subtilité est que la Banque de France n'achètera pas directement à l'état français, mais aux financiers qui ont acheté ces obligations.

Au départ on a justifié le QE en disant que son but est de faire repartir l'inflation. On voit aujourd'hui que le QE n'a aucune influence sur l'inflation, et ça se comprend car l'argent du QE va uniquement sur les comptes des institutions financières et pas dans l'économie

Arguments de la Banque de France pour le QE

Dossier de la Banque de France du 22 janvier 2016 : « Pourquoi a-t-on besoin d'un programme de rachat d'actifs ».

Les arguments développés sont les suivants :

*« Ces achats d'actifs influencent les conditions financières générales et, finalement, la croissance économique et l'inflation... la pression baissière exercée sur les rendements des titres encourage les banques à octroyer des crédits aux entreprises et aux ménages...L'offre accrue de prêts bancaires à l'économie réelle tend à faire baisser les coûts d'emprunt pour les ménages et les entreprises. Si, par ailleurs, les investisseurs utilisent le supplément de fonds pour acheter des actifs à rendement plus élevé en dehors de la zone euro, cela peut aussi se traduire par une baisse du taux de change de l'euro, ce qui tend à exercer une pression à la hausse sur l'inflation ».*

On est bien obligé de reconnaître que les arguments de la Banque de France pour justifier QE sont peu ou pas du tout convaincants :

1. Hausse de l'inflation : celle-ci reste faible et les Pro-QE abandonnent graduellement cet argument
2. Les banques sont poussées à plus prêter : les banques de crédit françaises ne détiennent que 9,1% de la dette de l'état ; QE représente pour elles moins de 15 Mds€ par an soit moins de 0,1% du PIB français. L'argument des prêts n'est donc pas valable.
3. Faire baisser le coût des emprunts : sans doute une baisse de 1% à 1,5% sur les taux d'emprunts, mais difficile à mesurer
4. Influence sur le taux de change de l'euro : non, car les USA , l'Angleterre et le Japon font la même chose, ce qui annule un éventuel effet.

#### Le détail de QE pour la dette souveraine :

QE a été lancé par la Banque Centrale Européenne en mars 2015 et augmenté en décembre 2016. C'est un plan d'achat d'obligations souveraines des états de 64 Mds€ par mois jusqu'en mars 2017 qui peut être prolongé si besoin.

La France représente 20% du total soit 12,8 Mds€ d'achats d'obligations de 2 à 30 ans : état français ou administrations publiques de type SNCF, UNEDIC, CADES...

Sur les 12,8 Mds mensuels, 11,5 Mds sont rachetés par la Banque de France et 1,3 Mds par la BCE.

Le QE pourrait aller jusqu'au rachat de 33% de chaque obligation de la dette publique négociable soit pour la France (notre estimation) un rachat de 600 Mds€ sur 4 ans si on décidait de prolonger le QE au-delà de mars 2017.

**ATTENTION** : lorsque les obligations rachetées par la Banque de France arriveront à maturité, il est prévu que l'état rembourse le principal à la Banque de France avec de l'argent empruntée à nouveau aux établissements financiers privés. **SI cette clause venait à être appliquée, le QE ne représentera aucun avantage pour l'état français.**

Le QE ne représenterait un réel avantage pour l'état que si l'état ne devait pas rembourser à la Banque de France les obligations qu'elle détiendra.

### Conclusion sur QE :

Les marchés obligataires sont en hausse continue depuis 1981 grâce à la baisse des taux. Ces marchés vont se retourner car les taux ne peuvent pas baisser longtemps en-dessous de zéro. Les taux vont donc remonter à partir de cette année, ce qui va faire baisser la valeur des obligations détenues par la finance internationale.

QE permet aux financiers de vendre une partie des portefeuilles obligataires au moment où il valent le plus cher sans être obligés de garder les obligations jusqu'à leur maturité.

**Le QE est fait pour les financiers internationaux, non pour les états.**

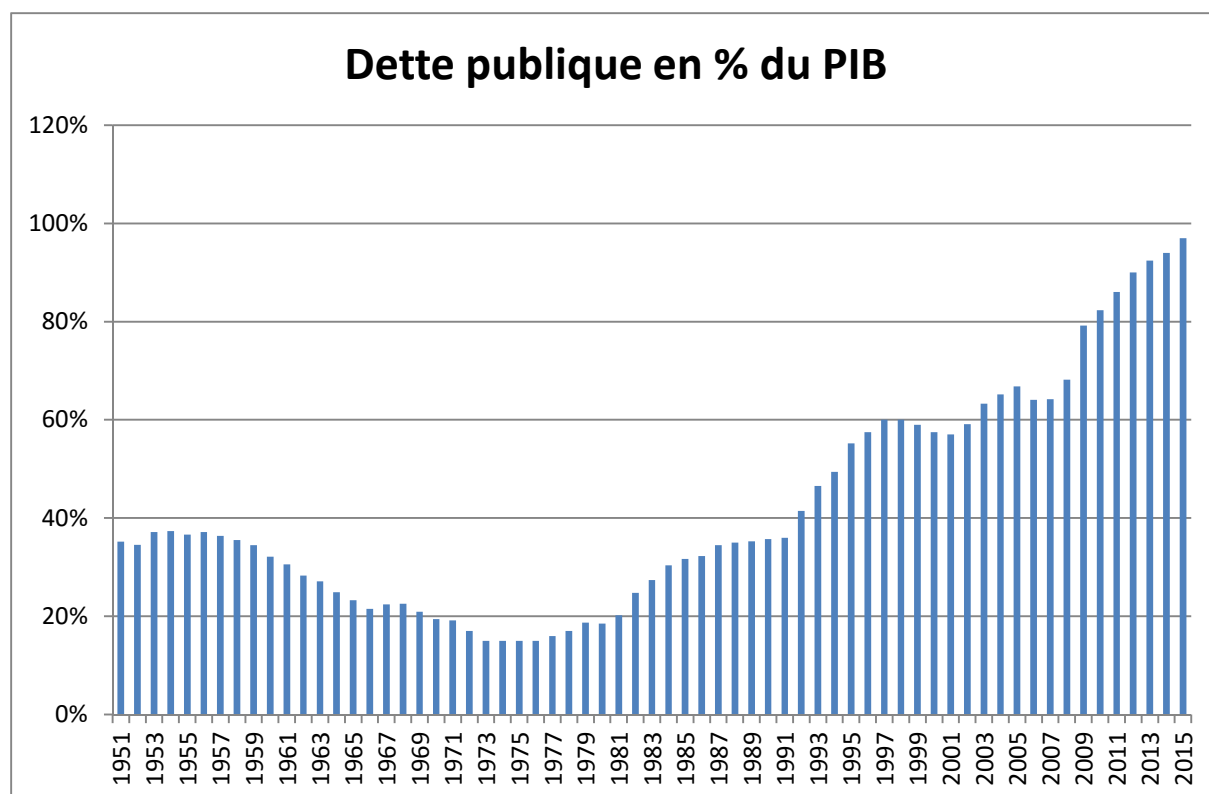
## **-D – Chronologie de la dette depuis 1950**

### 1/ Vue générale sur la période

L'histoire de la dette, c'est bien sûr celle des déficits, mais c'est aussi celle des emprunts toxiques, des rapports avec la Banque de France, du choix de l'étranger et des contraintes depuis les accords de Maastricht.

Chaque budget annuel est le résultat de la discipline du gouvernement et du poids des intérêts sur la dette constituée par les gouvernements précédents.

Le graphe ci-dessous nous donne l'évolution de la dette depuis 1951. (Les sources sont divers documents de l'INSEE, de la Banque de France et du Trésor, documents qui présentent souvent des contradictions. Le graphe est le document le plus cohérent que nous avons pu reconstituer à partir de ces diverses sources). Les approximations qui ont pu être faites ne changent en rien les enseignements que l'on peut en tirer.



Malgré tous les aléas de conjoncture, nous pouvons considérer deux grandes périodes : avant et après le traité de Maastricht en février 1992.

Dans la première période, période de croissance économique, les gouvernements les plus vertueux arrivent à réduire la dette. Dans cette période, les gouvernements dépensiers sont rappelés à l'ordre par les attaques menées contre le franc par les spéculateurs.

Dans la deuxième période, l'économie est plus faible et le poids des intérêts est tel que même une politique vertueuse ne peut pas réduire la croissance de la dette.

Nous avons pu observer huit périodes de politiques successives depuis 1950 :

- 3 périodes d'explosion de la dette
- 1 période de dérive de la dette
- 3 périodes de maintien de la dette
- 1 période de réduction de la dette

Périodes	Politiques de la dette	Poids de la dette dans le PIB	Régimes politiques
1951 à 1958	Maintien	autour de 35%	4 <sup>e</sup> République
1959 à 1969	Réduction	de 35% à 20%	de Gaulle
1970 à 1980	Maintien	autour de 20%	Pompidou Giscard
1981 à 1986	Explosion	de 20% à 35%	Mitterrand 1
1987 à 1991	Maintien	autour de 35%	Mitterrand 2
1992 à 1997	Explosion	de 35% à 60%	Mitterrand 3 - Chirac
1998 à 2007	Dérive	de 60% à 68%	Chirac Jospin
2008 à 2016	Explosion	de 68% à 100%	Sarkozy - Hollande

Source : la vérité des chiffres

Nous parcourons maintenant les principaux événements des différentes périodes.

## 2/ 1951 à 1958 : la 4<sup>e</sup> république

A part quelques grands emprunts (Pinay, Ramadier...) l'endettement est à court terme auprès des administrations publiques, des banques et du public en France. La part de la dette à l'étranger est faible et se réduit au cours de la période.

La France reste souveraine et maîtresse de son destin.

On notera seulement les deux emprunts à très long terme pour boucher des trous de budget conjoncturels : le Pinay 1952 à échéance de 60 ans et le Pinay 1958 à échéance de 54 ans. Ces deux emprunts sont indexés sur le Napoléon et nets d'impôts et de droits de succession. Ce seront de véritables bombes à retardement qui vont exploser à partir de 1972 lorsque le cours de l'or va s'envoler. Les conditions de ces emprunts en font des cadeaux luxueux aux marchés financiers.

## 3/ 1959 à 1969 : l'ère « de Gaulle »

De Gaulle est le chantre de la souveraineté nationale. Il sait que cette souveraineté passe par une indépendance vis-à-vis de la finance française et internationale. Il va profiter de cette période d'expansion pour réduire de plus de moitié la dette de l'état. Pas de dette auprès de la finance internationale.

La dette de l'état descend de 32% à 14% du PIB pendant que celle des collectivités locales monte de 4% à 7% du PIB.

A son départ de Gaulle laisse une France libre, souveraine, riche, sans chômeurs et peu endettée.

#### 4/ 1970 à 1980 : l'ère « Pompidou – Giscard »

On est dans une période de forte expansion et d'inflation. La dette va rester à moins de 20% du PIB pendant toute la période malgré les deux chocs pétroliers.

En termes de dette des décisions importantes vont être prises :

- Loi Pompidou-Giscard de janvier 1973 dont on a déjà parlé
- Emprunt Giscard de janvier 1973 indexé sur l'or.
- Décision de 1976 de donner la priorité à l'endettement à long terme

#### L'emprunt Giscard de janvier 1973

En janvier 1973, Messieurs Pompidou et Giscard d'Estaing lancent un grand emprunt.

En décembre 1972, dans une émission de télévision (voir Youtube), un journaliste avait posé la question à Monsieur Giscard d'Estaing :

« Le journaliste : Vous avez une trésorerie à l'aise, la rentrée des impôts est excellente, qu'allez-vous faire avec ces 5 milliards? »

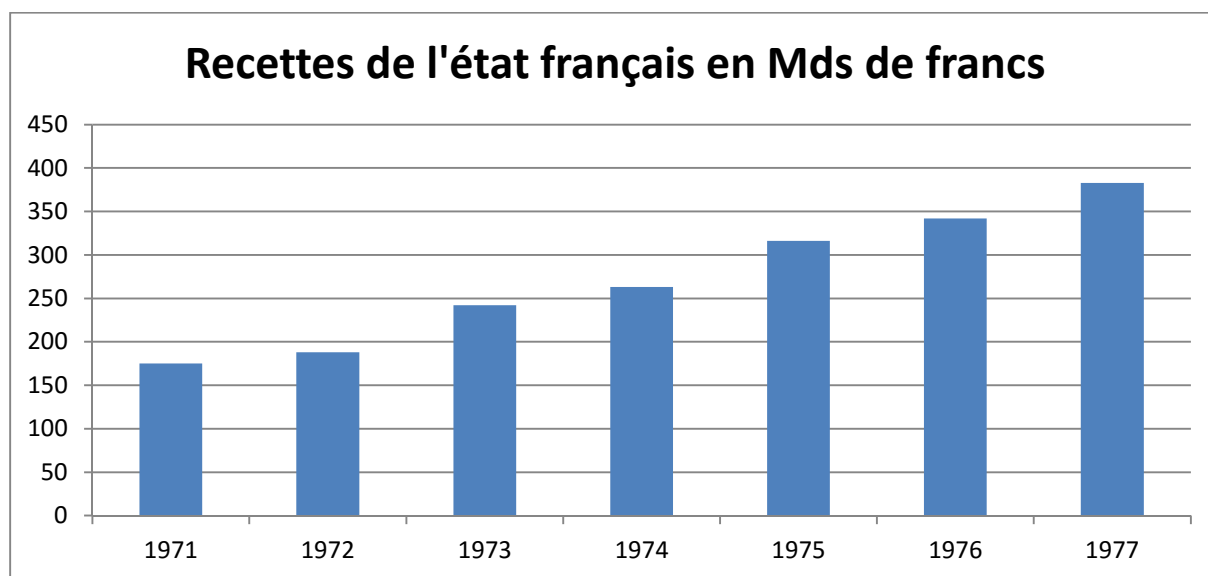
Giscard d'Estaing : Eh bien, avec ces 5 milliards, nous allons financer par anticipation la perte de recettes résultant de la réduction de l'impôt indirect ».

La réponse de Mr Giscard d'Estaing n'est pas convaincante car les recettes des impôts ne cessent d'augmenter. Le graphique ci-dessous montre cette évolution des recettes dans un contexte de croissance et d'inflation. (sources : annuaires statistiques INSSE de 1970 à 1976).

Notons que cet emprunt vient au moment exact où l'état vient de s'interdire de s'adresser à la Banque de France.

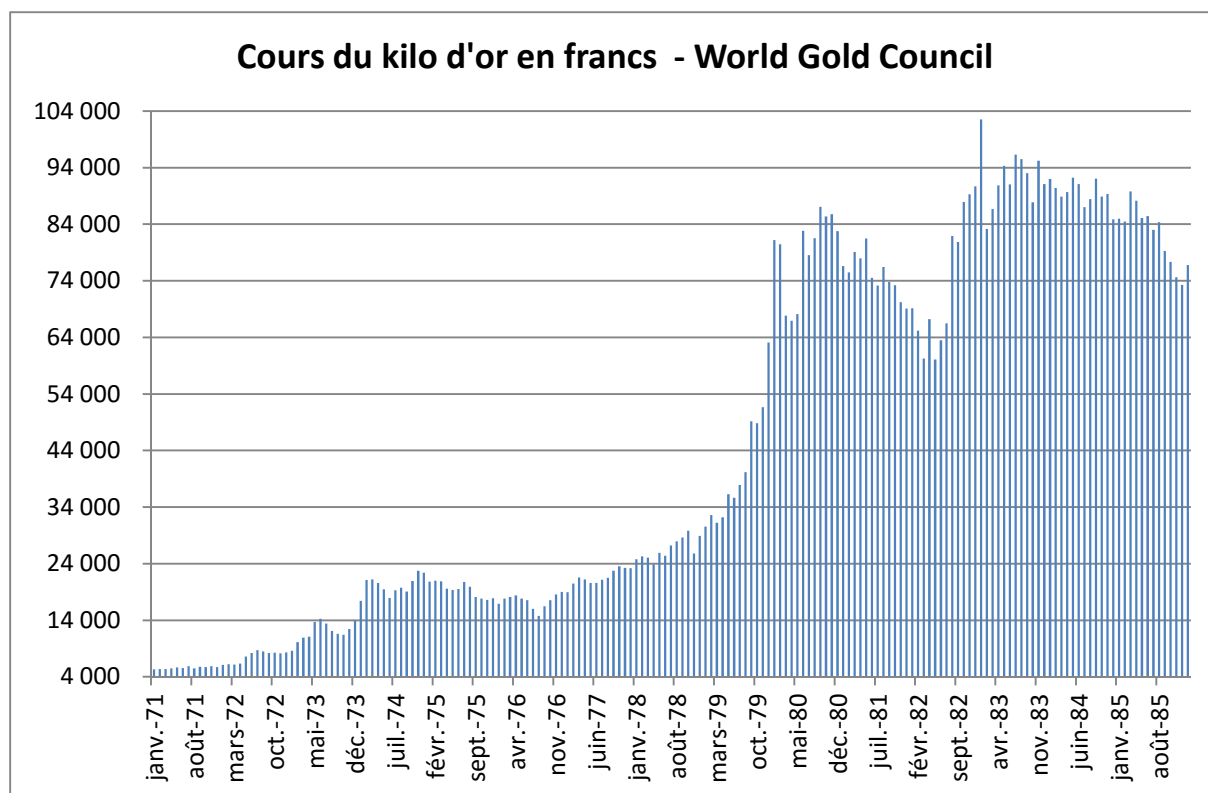
Messieurs Pompidou et Giscard d'Estaing sont tous deux de grands financiers : l'un a travaillé dans une banque d'affaire, l'autre est considéré comme un

financier surdoué. Comment ont-ils pu ignorer que l'or venait de doubler en un an et que l'inflation allait le porter au plus haut ?



L'emprunt lancé va récolter 6,5 Mds de francs. C'est un emprunt sur 15 ans, au taux de 7% indexé sur l'or.

Cette indexation sur l'or va coûter très cher à la France. En effet, le prix de l'or a été libéré en 1971. Fin 2012 il a déjà doublé et l'inflation laisse anticiper une forte hausse de l'or.





Quand l'emprunt est lancé en janvier 1973, l'or est à 8.600 francs le kilo, il va monter jusqu'à plus de 100.000 francs.

Le décret de l'emprunt daté du 9 janvier 1973 indique à l'article 6 que les intérêts et le capital sont indexés sur le prix de l'or : si le prix de l'or double, les intérêts sont doublés, si le prix de l'or est multiplié par 10, les intérêts sont multipliés par 10. Les remboursements se font au 16 janvier de chaque année. L'article 2 mentionne : « *les obligations seront remboursées à un prix au moins égal au pair le 16 janvier 1988. Elles ne pourront être remboursées par anticipation* ».

Chaque année, le paiement de l'intérêt est de

$$6,5 \text{ Mds} \times 7\% \times (\text{Prix Or année N}) / (\text{Prix or année Zéro})$$

Cela donne le tableau de remboursement ci-contre. On voit que ce petit emprunt de 6,5 Mds de francs qui aurait pu être fait sans frais auprès de la Banque de France aura coûté au final plus de 105 Mds de francs.

A titre de comparaison l'endettement de l'état français en janvier 1973 était de 93 Mds de francs.

Et ce n'est pas tout : tous les paiements ci-contre ont été fait grâce à de nouveaux emprunts jusqu'à aujourd'hui.

On peut calculer que cet emprunt pèse aujourd'hui pour plus de 80 Mds d'euros dans la dette actuelle de l'état.

Cet emprunt Giscard a coûté plus cher que les déficits primaires de la période folle de Mitterrand de 1981 à 1985.

Nous n'avons parlé ici que de l'emprunt Giscard 1973, on pourrait dire la même chose des deux emprunts Pinay 1952 et Pinay 1958 indexés sur l'or transformés en emprunt Giscard 4,5% en novembre 1973.

Remboursement et intérêts pour 6,5 Mds de francs empruntés	Mds de francs
Intérêts du 16 janvier 1974	0,726
Intérêts du 16 janvier 1975	1,244
Intérêts du 16 janvier 1976	0,978
Intérêts du 16 janvier 1977	1,036
Intérêts du 16 janvier 1978	1,280
Intérêts du 16 janvier 1979	1,508
Intérêts du 16 janvier 1980	3,163
Intérêts du 16 janvier 1981	4,646
Intérêts du 16 janvier 1982	3,840
Intérêts du 16 janvier 1983	4,960
Intérêts du 16 janvier 1984	5,136
Intérêts du 16 janvier 1985	4,803
Intérêts du 16 janvier 1986	4,078
Intérêts du 16 janvier 1987	3,973
Intérêts du 16 janvier 1988	4,208
Remboursement du capital	60,109
<b>Coût total de l'emprunt</b>	<b>105,686</b>

Cette indexation de l'emprunt Giscard a été l'équivalent d'un emprunt à 101% d'intérêts (oui cent un) par an. C'est-à-dire qu'en moyenne, les intérêts payés chaque année étaient supérieurs au capital emprunté, et cela pendant 15 ans.

Devant une telle situation, le groupe communiste du Sénat a fait en 1980 la proposition n° 276 « tendant à la création d'une commission d'enquête sur la spéculation sur les emprunts 7% et 4,5% émis par l'état en 1973 ».

Dans le texte communiste on peut lire :

*« En 1973, alors qu'il était ministre des Finances, M. Giscard d'Estaing a émis un emprunt (7 %) indexé sur le lingot d'or. Dans le même temps, il reconvertissait la rente Pinay en emprunt (4,5 %) indexé sur le napoléon.*

*Or, à partir de 1976, les cours de l'or se mirent à grimper grâce aux spéculations sur les monnaies.*

*En 1973, le lingot valait 11.000 F. Fin 1980, il est passé à 91.000 F. Chaque part d'emprunt 7 % valait 1.000 F en 1973, elle vaut 9.600 F aujourd'hui, soit un gain en pouvoir d'achat de 500 %.*

*Ce sont les travailleurs qui paient les plus-values réalisées sur chaque emprunt.*

*Les contribuables salariés modestes et moyens ont payé, à ce jour, pour 11 milliards de francs lourds d'intérêts versés depuis 1973 aux détenteurs de ces valeurs. Et ce sont ces mêmes contribuables qui paieraient, en 1988, les 120 à 150 milliards que coûtera le remboursement du capital indexé, emprunté il y a huit ans pour 6,5 milliards seulement. »*

NB : les 120 à 150 Mds correspondent aux deux emprunts Giscard. Ci-dessus nous n'avons traité que le cas de celui de janvier 1973. Le deuxième, celui de novembre 1973 était une transformation des emprunts Pinay.

Cette commission d'enquête n'aura pas lieu et, quand ils seront au pouvoir avec Mitterrand à partir de 1981, les communistes oublieront leur résolution.

Cet exemple nous montre comment on peut faire un énorme déficit à partir de pas grand-chose.

### Les emprunts à long terme

Autre grande décision de Monsieur Giscard d'Estaing en 1976 : le remplacement des emprunts à court terme par des emprunts à long terme plus chers.

Par exemple en 1980, la totalité des nouveaux emprunts seront des emprunts à moyen-long terme.

### Conclusion sur la période Pompidou-Giscard

Malgré la hausse fulgurante des intérêts, l'endettement public ne représentait « que » 20% du PIB en 1980 grâce à la croissance économique et à l'inflation.

Cependant, à l'inverse de la politique de souveraineté financière du Général de Gaulle pour lequel ils avaient tous deux travaillé, **MM Pompidou et Giscard d'Estaing ont mis les bases de la politique d'endettement de l'état telle que nous la connaissons aujourd'hui :**

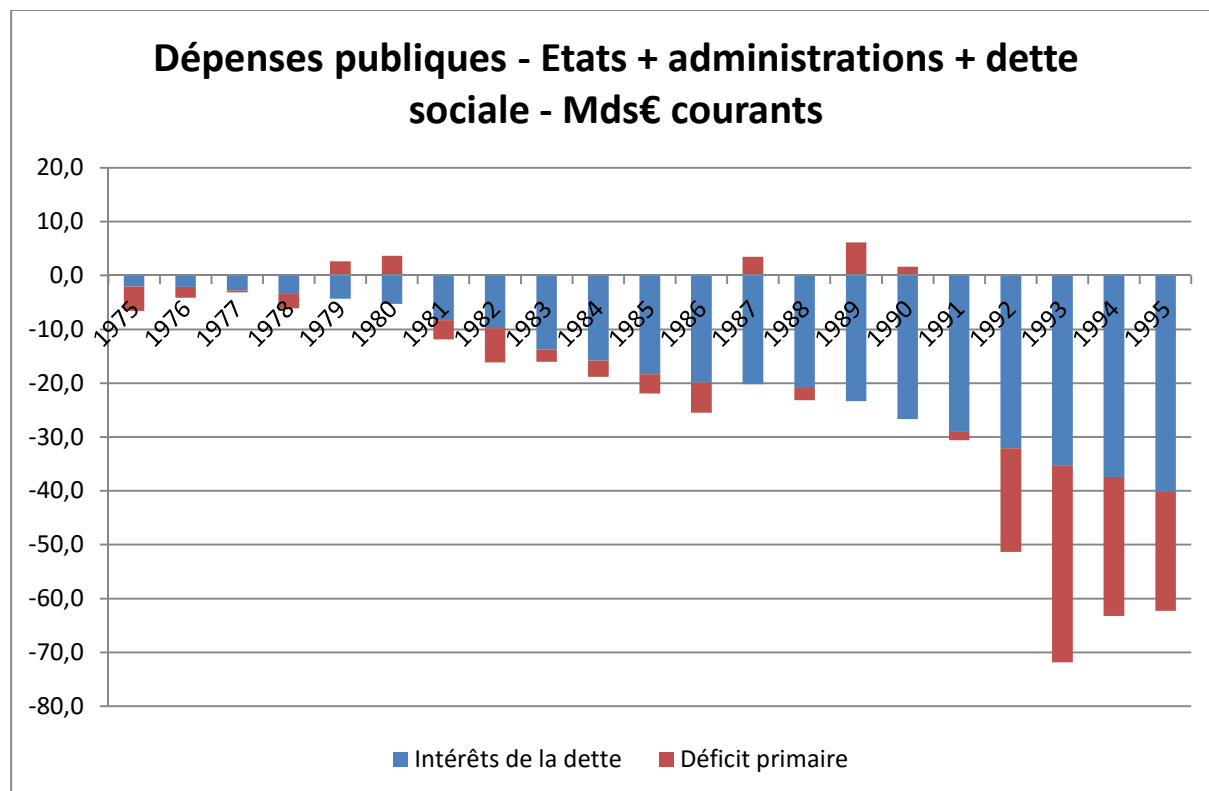
- Emprunts chers et à long terme
- Emprunts auprès de la finance privée

NB : sur la période 1970 à 1980, il est difficile d'analyser les déficits primaires car les documents de l'époque indiquent une absence de déficits primaires durant toute la période. A contrario, les documents actuels de l'INSEE font état de déficits primaires à partir de 1975???

### 5/ 1981 à 1995 : l'ère « Mitterrand »

Le président Mitterrand va faire deux septennats soit 14 ans de 1981 à 1995. Ses premiers ministres seront successivement : Maurois, Fabius, Chirac, Rocard, Cresson, Balladur.

Le tableau suivant résume la période en termes de déficit et de dette (INSEE)



Le tableau montre en bleu les intérêts payés par l'ensemble des administrations publiques chaque année. En marron ce sont les déficits primaires, c'est-à-dire les déficits avant le paiement des intérêts. Quand le trait marron est au-dessus de zéro, cela veut dire qu'il y a un excédent primaire avant paiement des intérêts.

Chaque année, le marron représente le résultat de la gestion du gouvernement et le bleu représente l'héritage des années précédentes.

En 1981, Mitterrand est à peine arrivé en juin qu'il prend de plein fouet l'héritage de son prédécesseur : les intérêts augmentent de 60% par rapport à l'année précédente.

On observe sur la période:

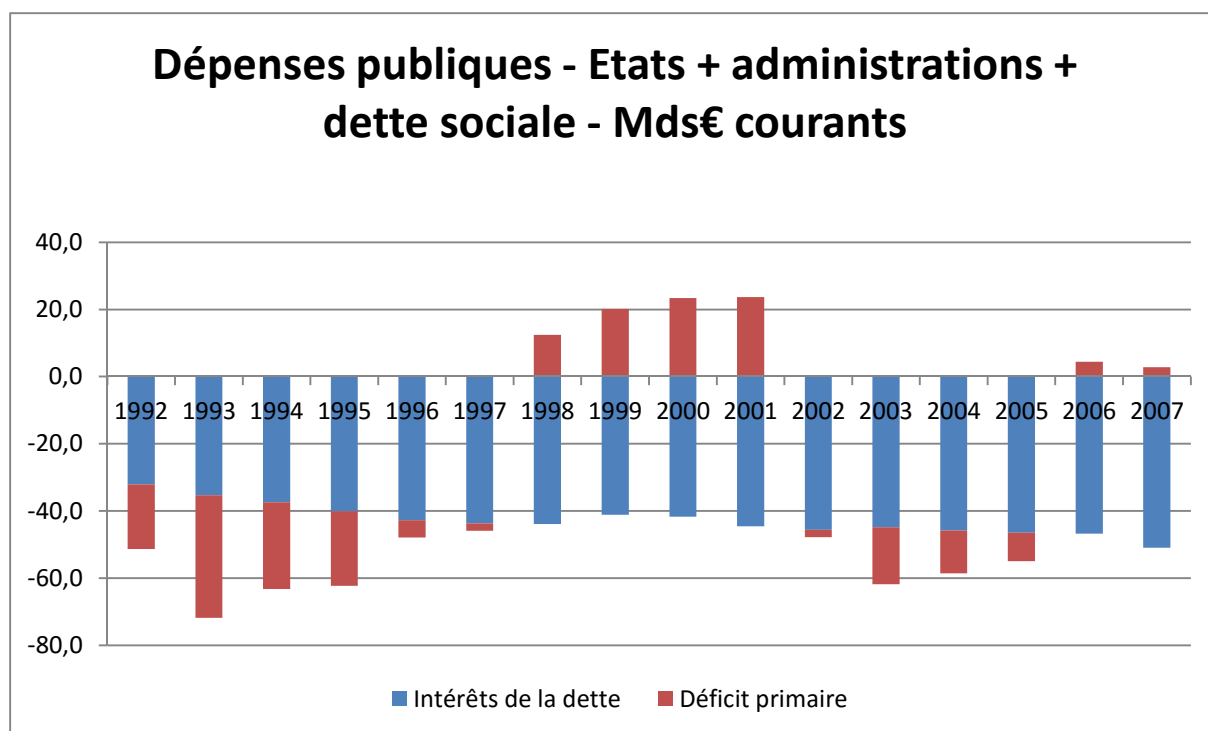
1. De 1981 à 1995 : augmentation constante des intérêts
2. Jusqu'à 1991 : le poids des intérêts est plus important que les déficits que le gouvernement soit de gauche ou de droite.
3. A partir de 1992 : le déficit primaire est presque aussi important que les intérêts que les gouvernements soient de gauche ou de droite : Cresson, Bérégovoy ou Balladur.

Noter qu'à partir de 1986 on fait rentrer de l'argent dans les caisses de l'état grâce aux privatisations.

Se rappeler que pendant toute la période on continue à privilégier les emprunts à long terme qui sont beaucoup plus coûteux que les emprunts à court terme.

### 7/ 1996 à 2007 : l'ère « Chirac »

Le président Chirac va rester 12 ans pour un septennat et un quinquennat. Il aura les premiers ministres : Juppé 2 ans, Jospin 5 ans, Raffarin 3 ans et de Villepin 2 ans.



La période Chirac est marquée par

1. Une stabilisation des intérêts entre 40 et 50 Mds€ dans un contexte de baisse des taux.
2. Une alternance d'excédents primaires et de déficits relativement contrôlés.
3. Un accroissement considérable de la dette à l'étranger qui passe de 100 Mds€ en 1997 à 600 Mds€ en 2007.

De 1997 à 2007, **l'augmentation de la dette est réservée aux étrangers.**

C'est donc volontairement que l'état républicain-socialiste se rend dépendant de créanciers étrangers. Le paiement des intérêts va par conséquent se faire au profit d'étrangers et induire une sortie de capitaux de France de 30 Mds€ par an à partir de 2007.

En noter bien sûr que Monsieur Chirac continue à privilégier la dette à long terme qui est la plus chère.

Le 1<sup>er</sup> janvier 2002, le franc était remplacé par l'euro, monnaie géré par la Banque Centrale Européenne.

A partir de cette période, la France n'a plus le contrôle de sa monnaie. En effet, aujourd'hui, la force de l'euro c'est l'Allemagne. Les taux d'intérêts sont très bas (0,4% sur les obligations à 10 ans) à cause de l'Allemagne et non pas à

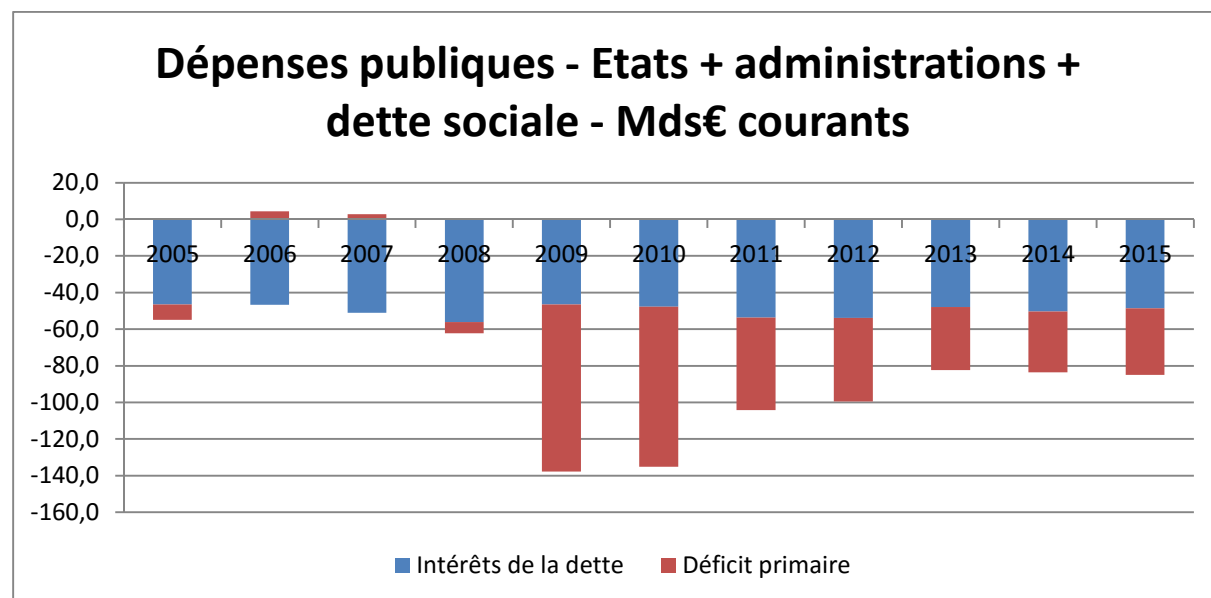
cause de la confiance des marchés dans l'économie française. Pour la France, emprunter en euros, c'est comme emprunter dans une monnaie étrangère car, si la France sortait de l'euro, la monnaie française serait immédiatement dévaluée. C'est du moins ce que prédisent les économistes.

NB : Nous employons le terme « républicain-socialiste » pour souligner qu'il n'y a aucune alternance de politique entre républicains et socialistes en matière de dette.

### 7/ 2008 à 2015 : l'ère « Sarkozy et Hollande »

Un président de droite suivi d'un président de gauche : même politique vis-à-vis du déficit et de la dette. Cette période est caractérisée par :

- Un paiement des intérêts stabilisé au-dessus de 50 Mds€ dont 30Mds payés à l'étranger.
- Des déficits primaires importants qui sont réduits par Hollande grâce aux augmentations d'impôts.
- Quelques privatisations par morceaux, mais il n'y a plus grands choses à vendre.
- En 2015-2016, apparition de taux d'intérêts négatifs jusqu'à l'échéance de 5 ans et en-dessous de 1% sur l'échéance à 10 ans.



Consensus de la classe politique pour :

- Une dette toujours plus importante
- Une dette de plus en plus à long terme : on appelle ça « allonger la maturité de la dette ».

- Une dette toujours plus étrangère : les deux dernières obligations à long terme cités par l'AFT pour avril 2016 sont achetées l'une à 80% et l'autre à 93% par des étrangers : on appelle ça « diversifier la dette ».
- Un marché primaire de la dette dans les mains des grandes banques internationales sous contrôle américain.

Aujourd'hui, en 2016, la baisse des taux commencée en 1981 touche à sa fin. Les taux à court et moyen terme sont négatifs, le 10 ans est à 0,4%, le 20 ans à 1,32% et le 50 ans à 1,92%. On anticipe maintenant une hausse des taux à partir de 2017, ce qui va changer radicalement le contexte.

Dans ce nouveau contexte de hausse des taux, l'état peut avoir intérêt à emprunter à long terme et la politique d'augmentation de la maturité de la dette pourra avoir un sens économique.

### 2016 et au-delà ?

La BCE a lancé un programme de QE en mars 2015 qui consiste à racheter et à faire racheter par la Banque de France jusqu'à 33% des obligations publiques françaises détenues par les financiers internationaux.

Nous avons expliqué ci-dessus le mécanisme.

A partir de 2018, 2019, quand la Banque de France en aura racheté pour 100, 200 ou 300Mds€ elle devrait théoriquement se les faire rembourser par l'état français...

Comment cela va-t-il se passer ? A combien seront les taux dans 3 ans ? Qu'en sera-t-il de l'Euro ? Existera-t-il encore ? Peut-on imaginer un état français exsangue, augmentant les impôts pour rembourser la Banque de France ? Combien l'état devra-t-il payer d'intérêts en 2019 ou 2020. Après le Brexit qui a été voté hier (nous sommes le 23 juin), que sera l'Union Européenne en 2020 ?

On saute dans l'inconnu. A chacun d'imaginer son propre scénario...

## **-E – Conclusion générale sur la dette publique**

La situation financière de l'état français a radicalement changé depuis 1970.

En 1969, le Général de Gaulle a laissé à ses successeurs une France forte, riche et souveraine grâce à une faible dette (16% du PIB), pas chère, contractée essentiellement auprès d'investisseurs français dépendant plus ou moins de l'état.

Depuis 1973, les gouvernements qui se succèdent ont été constants dans une politique exactement inverse de celle du Général de Gaulle : une dette importante (jusqu'à 100% du PIB) engendrée par de nombreux déficits, une dette chère (à long terme auprès des banques privées), contractée de plus en plus auprès d'investisseurs étrangers, dans une nouvelle monnaie, l'euro, que la France ne contrôle pas.

Résultat : la France est maintenant appauvrie et dépendante de créanciers étrangers. De plus, les banques internationales Spécialistes en Valeurs du Trésor qui achètent les obligations de l'état dépendent quasi toutes des grands conglomérats financiers américains.

En dehors d'un laxisme financier quasi continu, les principales étapes de l'endettement public ont été :

1. Janvier 1973 : La loi Pompidou-Giscard de janvier 1973 qui restreint les aides en trésoreries de la Banque de France.
2. Janvier 1973 : l'emprunt « or » de M. Giscard d'Estaing.
3. A partir de 1976 : la priorité donnée aux emprunts à long terme pour couvrir des déficits conjoncturels.
4. A partir de 1985 : les appels de plus en plus fréquents aux marchés de capitaux
5. En février 1992 : le traité de Maastricht interdit aux administrations de toutes l'Europe le recours aux Banques Nationales : il faut passer par le privé.
6. A partir de 1992, la dette s'envole car la France peut s'endetter sans risque. En effet, en cas d'endettement excessif, le franc n'est plus attaqué car la France est maintenant arrimée à l'Allemagne et à la Banque Centrale Européenne.



7. De 1997 à 2007 : toute l'augmentation de la dette se fait auprès d'investisseurs étrangers. Les français ne prêtent pas un centime de plus à leur état pendant 10 ans.
8. De 2009 à 2016, Sarkozy et Hollande font exploser les déficits.
9. A partir de 2015 : la Banque Centrale Européenne (et non pas François Hollande) autorise la Banque de France à racheter aux marchés financiers des obligations publiques françaises.

Tous les mécanismes décrits ci-dessus résultent de décisions politiques qui ont fait l'objet d'un consensus gauche-droite.

Laissons conclure la commission des finances du sénat en 1999 :

**L'ACCUMULATION DE LA DETTE PUBLIQUE PROVIENDRAIT  
D'UNE POLITIQUE BUDGETAIRE DELIBEREE**

En 1952, Pinay avait emprunté à 60 ans (jusqu'en 2012) dans une monnaie étrangère (l'indexation or) pour boucher le trou budgétaire du dernier trimestre.

En 2016, on emprunte jusqu'à 50 ans pour les mêmes raisons : l'obligation à 50 ans d'avril a été souscrit par les Asset Managers, les fonds de pension et les banques-assurances : à 27% en Allemagne, à 23% en Angleterre, à 17% aux Pays-Bas, à 17% par les autres européens, à 7% en Amérique et à 7% seulement en France (AFT).

—————