

AMBASSADE DE FRANCE AU PORTUGAL
SERVICE ECONOMIQUE

Le Conseiller économique, chef de service
Affaire suivie par : Léa Autier

A Lisbonne, le 20 décembre 2017

La normalisation de la gestion de la dette publique portugaise

© DG Trésor

Décembre 2017

La sortie de la procédure pour déficit excessif, l'amélioration de la notation de la dette souveraine par les agences internationales et la vigueur de la reprise économique ont permis au Portugal de réduire depuis ce printemps son coût de financement de manière beaucoup plus importante que la plupart des autres pays européens. Cette tendance s'est accentuée avec le relèvement de la notation par l'agence Standard & Poor's en septembre et devrait être confortée par celui de deux crans publié par l'agence Fitch le 15 décembre.

Cependant, l'importance de la dette publique portugaise (126,2 % du PIB en 2017) comme celle de la charge correspondante (3,9 % du PIB en 2017) continue de constituer un enjeu majeur pour les finances publiques et un facteur de risque en cas de retournement des marchés de la dette souveraine et/ou de la conjoncture économique internationale. Dans ce contexte, l'Institut de Gestion du Trésor et de la Dette Publique (IGCP) met en œuvre une gestion de la dette reposant sur trois piliers : le préfinancement du besoin de financement d'une année sur l'autre, la gestion du profil des échéances de remboursement des titres de dette et la diversification de la base d'investisseurs.

1. Un retour réussi de la dette souveraine portugaise sur les marchés financiers

- ***Entre 2011 et 2014, le stock de la dette souveraine portugaise s'est considérablement accru***

La « décennie perdue » du Portugal du début des années 2000 s'est traduite par une croissance très faible et une accumulation de déficits qui ont entraîné un stock de dette d'ores-et-déjà relativement élevé en 2007, à la veille de la crise économique (113 Md€, soit 68 % du PIB). En 2011, dans un contexte de crise des dettes souveraines européennes, les trois principales agences de notation (*Standard & Poor's*, *Fitch* et *Moody's*) ont dégradé la note de la dette portugaise dont les taux d'intérêt se sont alors envolés, dépassant 10 % pour les obligations à 10 ans entre mi-2011 et mi-2012 (cf. graphique 1). C'est ainsi qu'**au printemps 2011, l'Institut de Gestion du Trésor et de la Dette Publique (IGCP) a cessé ses émissions de titres de dette sur le marché primaire.**

Dans ce contexte, afin de pouvoir couvrir ses besoins de financement (refinancement des titres de dette arrivant à échéance et financement des déficits publics annuels), **le Portugal s'est vu contraint de recourir à un emprunt de 78 Md€ auprès de la Troïka**, composée de la Banque Centrale Européenne (BCE), de la Commission européenne et du Fonds Monétaire International (FMI), dans le cadre d'un programme d'ajustement de 2011 à 2014. Ceci explique qu'entre 2012 et 2014, la quasi-totalité des

émissions d'obligations ait consisté en des échanges (100 % des émissions en 2012 et 55 % en 2013) relatifs à des obligations arrivant prochainement à maturité contre des obligations à court et moyen terme (100 % des émissions avaient une maturité de moins de 4 ans en 2012 et 53 % en 2013) (cf. graphiques 2 et 3). **La composition de la dette directe portugaise s'est modifiée au cours de cette période**, la part des obligations du trésor diminuant (de 69 % du total de la dette en 2008 à 43 % en 2014) ainsi que les produits d'épargne (de 13 % en 2010 à 7 % en 2014), au fur et à mesure des financements accordés dans le cadre de la mise en œuvre du programme d'ajustement (cf. graphique 4). Ainsi, en 2014, le prêt de la Troïka au Portugal représentait 36 % de l'encours de dette publique portugaise.

L'encours de dette souveraine portugaise a continué à croître, de près d'un quart, avec la récession associée à la mise en œuvre du programme d'ajustement : de 2011 à 2014, la dette nette publique portugaise est ainsi passée de 175 Md€ à 217 Md€, soit de 111,4 % à 130,6 % du PIB (cf. tableau 1 et graphique 5).

La méfiance des investisseurs a connu son apogée après la catégorisation de la dette souveraine portugaise en investissement « *spéculatif* » par les trois principales agences de notation, seule l'agence canadienne DBRS maintenant la note du Portugal dans la catégorie des investissements de qualité. A partir de 2012, le pic de la crise souveraine ayant été atteint, les investisseurs ont commencé à être rassurés et les taux de la dette publique portugaise à 10 ans ont progressivement diminué.

- ***Depuis 2014, le retour sur les marchés financiers marque la normalisation de la gestion de la dette***

En 2014, lors de la sortie du programme d'ajustement, l'IGCP a mené un retour progressif sur les marchés financiers, principalement grâce au recours aux syndications. Par la suite, la part de ces syndications a diminué (16 % entre janvier et novembre 2017) de même que celles des échanges (10 %), en faveur des adjudications (62 %), traduisant une forme de normalisation de la gestion des émissions compte tenu de la plus forte appétence des investisseurs pour les titres de dette publique portugaise (cf. graphique 2).

De même, la diversité des émissions et la progression de celles à moyen et long terme (49 % des émissions ont une maturité entre 9 et 13 ans et 39 % entre 4 et 6 ans) témoigne de la confiance retrouvée des investisseurs dans la situation et les perspectives économiques et financières du pays (cf. graphique 3). Ainsi, à partir du pic de la crise de la dette souveraine en 2012, les taux des obligations à 10 ans ont diminué en dents de scie jusqu'en 2015 (taux inférieurs à 1,9 %).

Le stock de dette publique retrouve ainsi une structure relativement similaire à celle de la période pré-crise : **elle est constituée à 48 % d'obligations du trésor et à 11 % de produits d'épargne, la part des prêts concédés par la Troïka (25 %) ayant diminué au fil des remboursements anticipés depuis la fin du programme d'ajustement** en 2014 (36 %) (cf. graphique 4). Ceci s'explique par l'augmentation des émissions d'obligations du trésor et de produits d'épargne, mais aussi par les nombreux remboursements anticipés au FMI (10,2 Md€ ont été remboursés au cours de l'année 2017, portant le total des remboursements à 80 % du prêt de 26,3 Md€). En revanche, les prêts concédés par la BCE dans le cadre du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et du Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) ne devraient être remboursés qu'à très long terme (leurs maturités moyennes restantes sont, respectivement, de 13,7 ans et 15,5 ans) (cf. tableau 2).

- ***Les agences de notation et les investisseurs ont à nouveau confiance dans la capacité de l'Etat portugais à rembourser sa dette***

Depuis la crise de la dette souveraine, l'agence de notation canadienne DBRS était la seule à maintenir le Portugal dans la catégorie « investissement », permettant au pays d'émettre des titres sur les marchés financiers et d'être éligible au programme de rachat de titres de dette de la BCE, qui a contribué à la détente des taux d'intérêts des dettes souveraines, en particulier dans les pays périphériques de la zone euro.

Ce n'est qu'au 2nd semestre 2017 que les autres agences internationales ont amélioré la notation de la dette souveraine portugaise (cf. tableau 3). Tout d'abord, début septembre, *Fitch* et *Moody's* ont révisé à « positive » la perspective d'évolution de la dette en conservant les notes respectives de « BB + » et « Ba1 », maintenant toutefois le Portugal dans la catégorie « spéculative ». A la mi-septembre, *Standard & Poor's* a relevé à son tour la note de la dette souveraine à « BBB - » avec une perspective d'évolution « stable », la faisant ainsi passer de la catégorie « spéculative » à la catégorie « investissement ». En novembre, l'agence *DBRS* a maintenu la note de la dette publique portugaise au niveau d'investissement « BBB - » ainsi que sa perspective « stable ».

Enfin, le 15 décembre, l'agence *Fitch* a relevé la note de la dette souveraine portugaise de deux crans, la passant de « BB + » à « BBB », considérant qu'à la faveur de la reprise économique et des efforts de redressement budgétaire, le stock de dette publique devrait se réduire de manière significative au cours des prochaines années. Le Gouvernement portugais a souligné le caractère historique de ce relèvement de deux crans qui consacre, selon lui, le succès de sa politique économique. Il est probable que la dernière agence de notation maintenant la dette portugaise dans la catégorie « spéculative », *Moody's*, relèvera à son tour sa note lors de sa prochaine évaluation courant janvier (les évaluations suivantes auront lieu le 16 mars pour *Standard & Poor's* et le 20 avril pour *DBRS*).

Ce 2^{ème} relèvement dans la catégorie « investissement » devrait permettre au Portugal de faciliter son financement sur les marchés, et notamment d'attirer les investisseurs n'étant autorisés à investir que dans des obligations classées dans cette catégorie par au moins deux agences reconnues internationalement. L'intégration de la dette portugaise dans les grands indices obligataires de référence et les fonds dédiés aux obligations souveraines européennes qui s'y réfèrent devrait notamment renforcer mécaniquement la demande pour les titres de dette du Portugal et partant, entraîner une poursuite de la baisse du coût de financement du pays.

De fait, après des tensions au début de l'année (les taux des obligations à 10 ans ont dépassé 4 % entre janvier et mars), l'appétence des investisseurs pour la dette portugaise s'est illustrée ces derniers mois. Ainsi, le 7 novembre, pour la 1^{ère} fois depuis avril 2015, **le taux d'intérêt des obligations du trésor sur le marché primaire est passé en dessous de 2 %, seuil sous lequel il s'est maintenu depuis** (cf. graphique 1). A l'occasion de cette émission, **le spread avec l'Allemagne s'est réduit à 153 points de base**, alors qu'il s'approchait des 400 points de base au début de l'année (cf. graphique 8). A la mi-décembre, juste avant l'annonce du relèvement de la notation par *Fitch*, les taux des obligations portugaises à 10 ans sont passés, pour la 1^{ère} fois depuis 2010 sous ceux de l'Italie, traduisant l'appréciation de la perception de l'économie portugaise relativement à celle des autres pays de la zone euro (le spread avec l'Italie était de 200 points de base il y a un an).

Dans ce contexte, le ralentissement annoncé, puis l'arrêt du programme de « quantitative easing » ne devraient pas impacter particulièrement le Portugal qui ne bénéficie déjà pratiquement plus, depuis plusieurs mois, des rachats de dette publique sur le marché secondaire par la BCE. En effet, en août 2017, le montant mensuel de dette publique portugaise rachetée par la BCE a atteint 414 M€, soit le plus

bas niveau depuis le lancement du programme ; il représente 1 % du volume total de rachat mensuel de la BCE dans la zone euro, bien en dessous de 1,6 % auquel le Portugal pourrait prétendre selon la règle de répartition des rachats entre Etats membres (cf. graphique 9). En tout état de cause, l'éventuel effet d'une baisse des achats de la BCE à compter de janvier serait vraisemblablement compensé par l'intégration de la dette portugaise dans les grands indices obligataires de référence (cf. supra).

- ***La dette est désormais conséquente avec un profil de remboursement inégal et une base d'investisseurs concentrée***

Malgré ces signes encourageants de normalisation, la dette publique demeure une « épée de Damoclès » : **en septembre 2017, le montant de la dette publique nette gérée par l'IGCP s'élevait à 245,3 Md€ soit 132,1 % du PIB, soit le double de la dette rapportée au PIB en 2008** (cf. graphique 5). Ainsi, la dette souveraine portugaise est aujourd'hui la 3^{ème} plus importante de la zone euro en proportion du PIB, après celles de la Grèce et de l'Italie.

Cette dette est concentrée entre les mains d'une base d'investisseurs traditionnels principalement résidents et européens (cf. graphique 6). En effet, **plus de la moitié de la dette nette est détenue par des résidents (58 %)**, une part grandissante étant souscrite par la Banque du Portugal (17 % en 2017 contre 1 % en 2012) dans le cadre du programme de rachat de titres de la BCE. **La part de la dette publique extérieure a poursuivi sa tendance à la diminution entamée durant la crise, en s'élevant à 33 % en août 2017 (alors qu'elle était de 60 % en 2009).**

Enfin, **le Portugal présente un profil de remboursement inégal**, les principaux amortissements se situant dans les douze prochaines années avec des pics de remboursement notamment en 2021, 2024 et 2025 tandis qu'une petite partie de ses remboursements, principalement au FESF et au MESF, sont à long terme (cf. graphique 7). C'est pourquoi, bien qu'ayant une maturité moyenne des titres de dettes de 8,2 ans (plus longue que la moyenne des pays de la zone euro), l'IGCP mène une politique active de gestion de la dette pour lisser son profil de remboursement.

2. Le lissage du profil de remboursement et la sécurisation de la couverture du besoin de financement de l'Etat à travers son préfinancement

- ***Le préfinancement***

Le Portugal conserve une réserve de liquidité correspondant à 40 % des besoins de financement sur les 12 prochains mois. Le programme d'ajustement exigeait que ces réserves de liquidité soient d'au moins 50 % tant que les titres souverains du Portugal n'étaient pas placés en catégorie « *investissement* » par l'une des trois principales agences de notation, condition désormais levée.

Cette stratégie permet à la fois de rassurer les investisseurs sur le caractère prudent de la gestion de la dette et d'offrir une plus grande flexibilité dans la gestion calendaire des émissions de dette pour les optimiser en fonction des conditions de marché. Ce quantum de 40 % pourrait être à nouveau réduit à l'avenir, à mesure que l'appétence du marché pour les titres de dette souveraine portugaise sera moins volatile.

- ***Les remboursements anticipés au FMI et le lissage du profil de remboursement***

Afin d'éviter des ressauts de besoin de financement mais aussi, désormais, de réduire la charge de sa dette, le Portugal procède régulièrement à des remboursements anticipés au FMI, d'un montant total de 21 Md€ fin 2017 (80 % du total à rembourser au FMI). A l'origine, chaque remboursement au

FMI devait être assorti d'un autre au FESF et MESF, de façon à ce que le FMI participe au suivi de l'intégralité du processus de remboursement à la Troïka. A compter de mars 2015, à la demande du Portugal, cette obligation de remboursement conjoint a été suspendue. Les remboursements anticipés au FMI permettent en effet de rembourser des dettes de court terme (maturités allant jusqu'à 2022) dont les taux d'intérêt bien plus élevés (4,2 %) que ceux du marché (en dessous de 2 % pour les taux à 10 ans). Le Portugal ajuste ses remboursements anticipés selon sa situation budgétaire et les conditions de marché : ainsi, en novembre 2016, le Portugal avait réduit le montant de ses remboursements anticipés au FMI par rapport aux annonces antérieures, considérant que « *la réalisation de futurs remboursements anticipés du prêt au FMI dépendrait des conditions de marché et des besoins de financement (...)* » ; il s'agissait notamment de maintenir des réserves financières « *adaptées aux conditions de marché* », soit un matelas de 6,5 Md€ fin 2016 (cf. supra). **En revanche, le Portugal ne compte pas rembourser par anticipation sa dette auprès de l'EFSF et de l'EFSM** (comme le fait l'Espagne) car les taux d'intérêt des titres détenus par le FESF (2,0 %) et le MESF (2,9 %) demeurent avantageux par rapport aux conditions actuelles du marché, compte tenu de leurs maturités.

- ***La diversification des produits et de la base d'investisseurs***

Le Portugal cherche à élargir sa base d'investisseurs, notamment en diversifiant son offre de produits, tout en prenant soin de préserver la liquidité du marché secondaire pour les bons du trésor « *traditionnels* ».

Les instruments d'épargne ont ainsi retrouvé une place importante. En 2016, ont été lancées des Obligations du Trésor à Revenu Variable (OTRV) au travers d'offres publiques de souscription. Ces OTRV ont une maturité à 5 ans avec un taux d'intérêt variable, indexé à l'Euribor à 6 mois (avec une valeur minimale de 0 %). Devant le franc succès de ces OTRV (3,5 Md€ d'émissions en 2016, la demande ayant été de 5 Md€), ont été émis en 2017 des Certificats du Trésor d'Epargne et de Croissance (CTPC), un produit d'épargne à moyen terme pour faciliter l'accès des particuliers aux instruments de dette publique avec des taux fixes garantis (augmentant annuellement de 0,75 % à 2,25 % au cours des 7 années de souscription), auquel s'ajoute, à partir de la 2^{ème} année, une prime indexée sur la croissance du PIB. **L'IGCP s'efforce par ailleurs d'accroître l'accessibilité et l'attractivité de ces instruments d'épargne en multipliant les moyens de souscription** non plus seulement auprès de la poste portugaise (CTT) mais également auprès des banques et des guichets administratifs uniques (« *loja do cidadão* »).

Sans prendre en compte les prêts de la Troïka, la quasi-totalité de la dette publique est libellée en euros (98,4 %), mais une émission de titres de dette en renminbi, annoncée en septembre pour un montant de 380 M€, est actuellement en cours d'élaboration. Les trois banques sélectionnées pour cette opération sont la banque publique portugaise *Caixa Geral de Depósitos*, la banque chinoise *Bank of China* et la banque sino-britannique *HSBC*. **Le Portugal deviendrait le 1^{er} pays de la zone euro à émettre des titres de dette en renminbi** (pour rappel, la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES) avait toutefois procédé à une émission de ce type en 2015).

Stanislas Godefroy

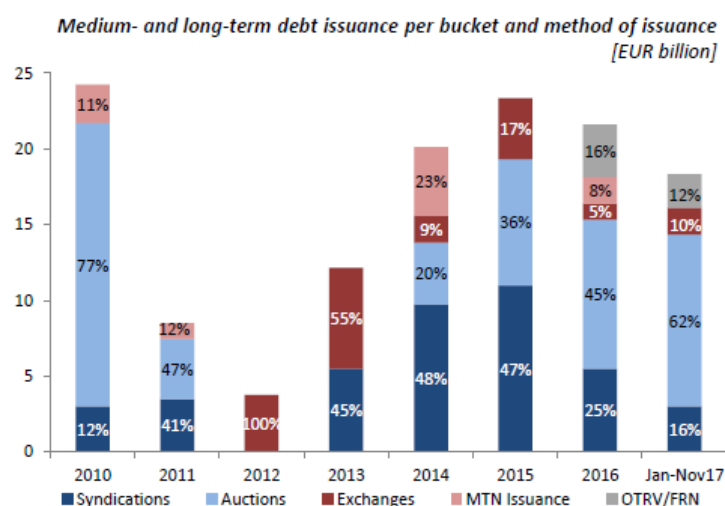
Clause de non-responsabilité - Le service économique s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, il ne peut en aucun cas être tenu responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication.

ANNEXE

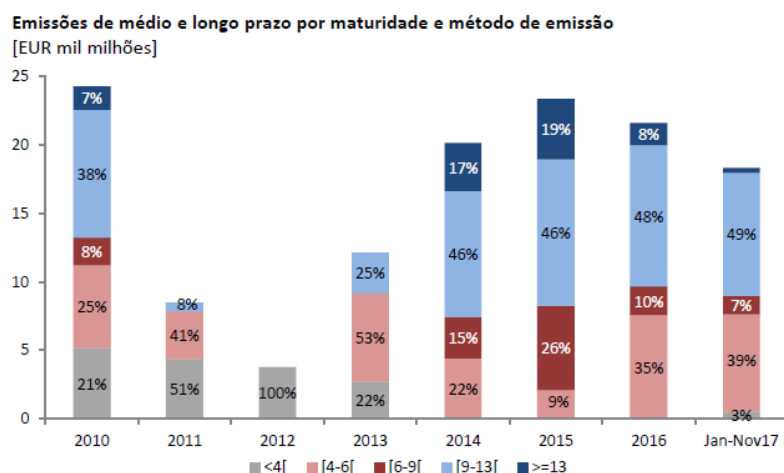
Graphique 1: Evolution des taux d'intérêts sur le marché primaire pour les obligations du trésor portugaises à 10 ans (IGCP)



Graphique 2: Modalités d'émission de dette publique portugaise sur le marché primaire (IGCP, Md€ et %)



Graphique 3 : Emissions de titres de dette publique par maturité (IGCP, Md€)



Graphique 4 : Composition de la dette nette de l'Etat (IGCP, Md€)

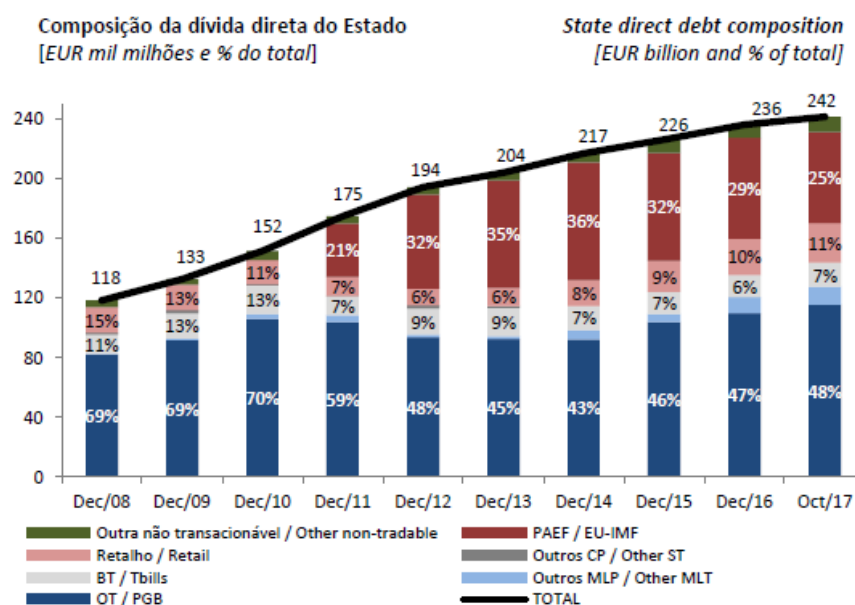


Tableau 1 : Dette publique nette du Portugal (Banco de Portugal, M€ et % de PIB)

	% du PIB	Md€
2003	58,7	83
2004	62	91
2005	67	102
2006	69	109
2007	68	113
2008	72	118
2009	84	133
2010	96	152
2011	111	175
2012	126	195
2013	129	204
2014	131	217
2015	129	226
2016	130	236
2017	126	242

Graphique 5: Evolution de la dette publique du Portugal (Banco de Portugal, Md€ et % de PIB)

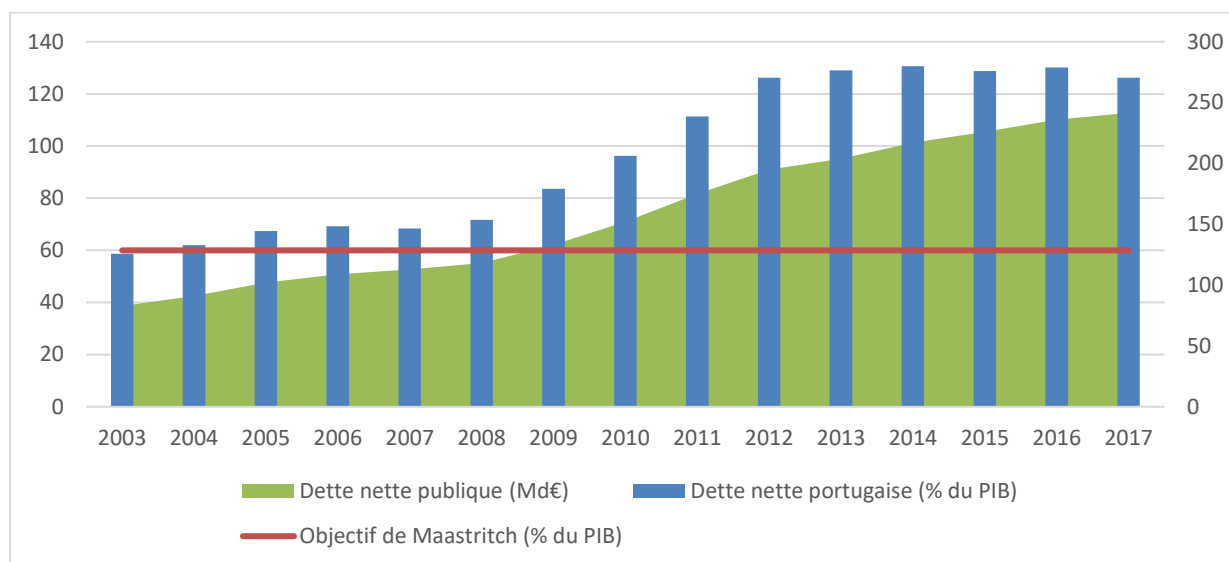
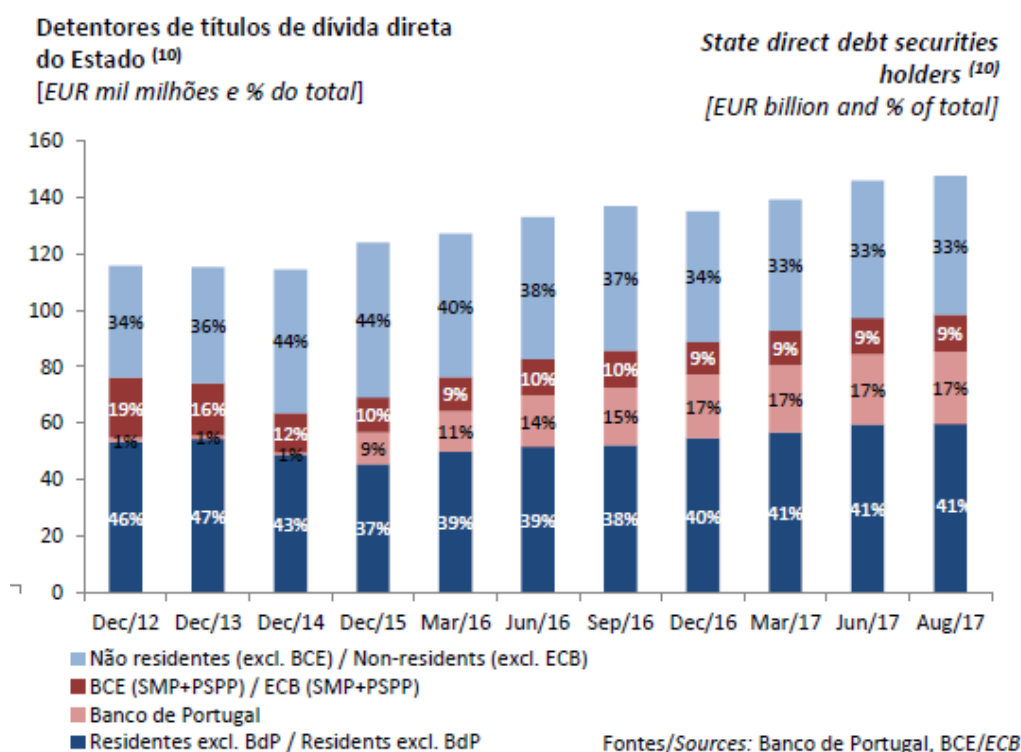


Tableau 2 : Coût et structure de la dette publique portugaise envers la Troïka (IGCP, Md€)

Custo e maturidade dos empréstimos PAEF ⁽⁷⁾ **Cost and maturity of EU-IMF loans ⁽⁷⁾**
[out-2017] **[Oct-2017]**

Entidade / Entity	Montante desembolsado / Amount disbursed (EUR mil milhões / EUR billion)	Custo all-in- estimado / Estimated all in cost (%)	Maturidade média final desde data do desembolso / Final average maturity since disbursement date (anos / years)	Saldo vivo / Outstanding (EUR mil milhões / EUR billion)	Maturidade média residual final / Final average residual maturity (anos / years)
EFSM	24,1	2,7%	19,5	24,3	13,7
EFSF	26,0	1,9%	20,8	27,3	15,5
IMF	26,3	4,3%	5,8	9,3	3,9
Total EU-IMF	76,5	2,5%	15,2	60,9	13,0

Graphique 6 : Détenteurs de titres de dette nette portugaise (IGCP, Md€)



Graphique 7 : Profil de remboursement du Portugal (IGCP, Md€)

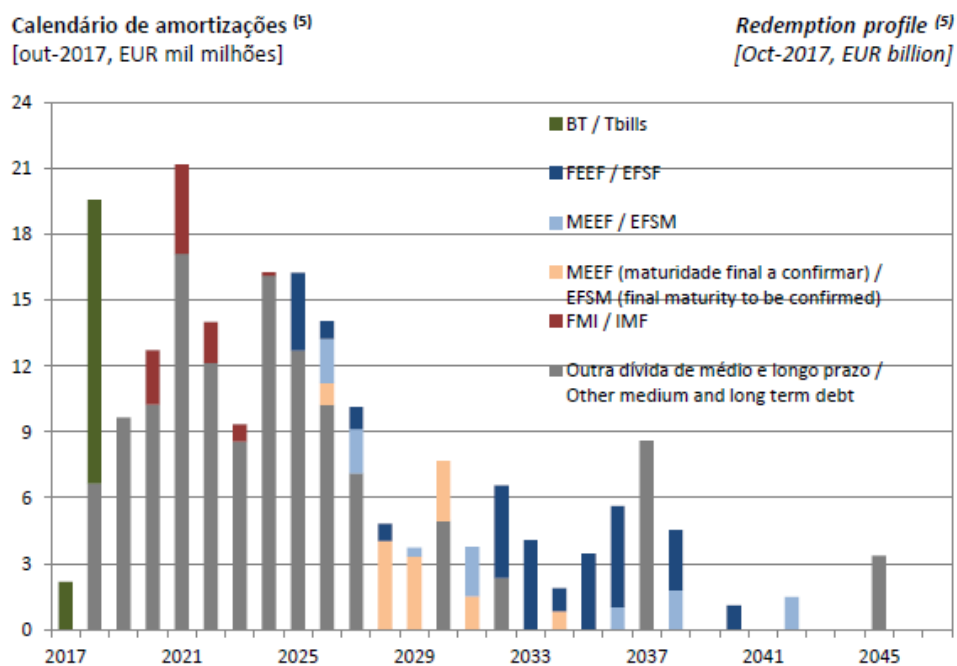
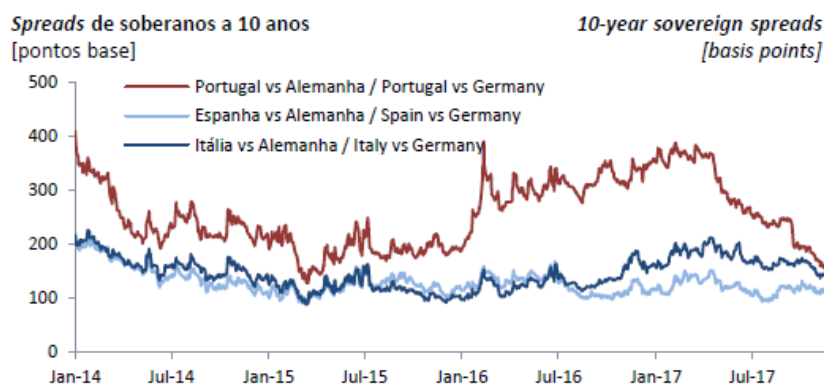


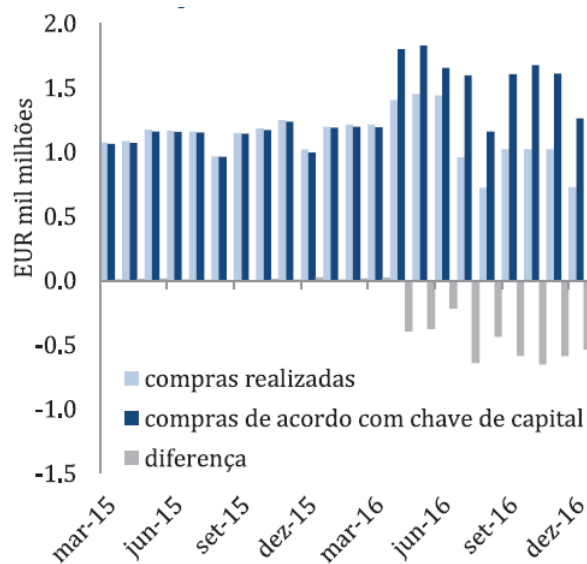
Tableau 3 : Notation de la dette souveraine portugaise en novembre 2017 (Moody's, S&P, Fitch et DBRS)

Notation de la dette souveraine portugaise en novembre 2017	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Catégorie d'investissement				
	Aaa	AAA	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-	AA-
	A1	A+	A+	A+
	A2	A	A	A
	A3	A-	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-(S)
Catégorie spéculative				
	Ba1	BB+	BB+(+)	BB+
	Ba2(+)	BB(S)	BB	BB

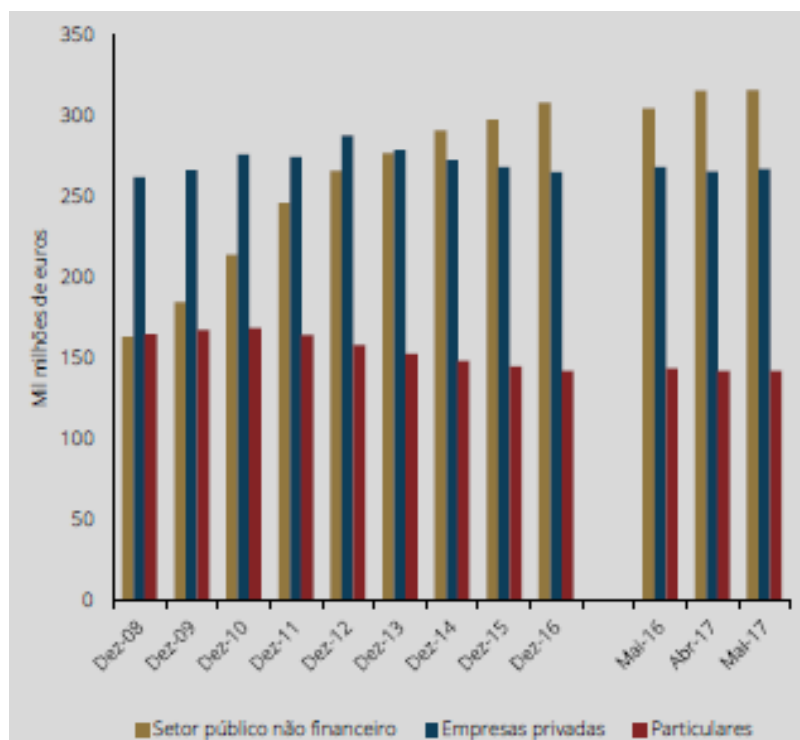
Graphique 8 : Spreads d'émissions souveraines à 10 ans avec l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie (IGCP, points de base)



Graphique 9 : Rachats de titres de dette publique portugaise par la BCE (IGCP, BCE, Md€)



Graphique 11 : Endettement du secteur non-financier par secteur créateur (Banque du Portugal, Md€)



Graphique 12 : Dette par secteur créateur et créancier (Banque du Portugal, Md€)

