



MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE
DES FINANCES
ET DE LA RELANCE

*Liberté
Égalité
Fraternité*



Les Clefs du Trésor

Nos dernières publications

Blog d'Agnès Bénassy Quéré

Règles budgétaires européennes : comment atterrir ? le 28 février

Trésor Éco

Le télétravail, un outil efficace face à la crise sanitaire ? le 10 mars

Analyse des prêts garantis par l'État à la fin 2021, le 3 mars

Document de travail

Télétravail et risque sanitaire, le 10 mars

Nos dernières publications (suite)

Articles

Consultation publique | Instruments de défense commerciale - Mesures antidumping, antisubventions et de sauvegarde, le 9 mars

Ukraine et sanctions économiques contre la Russie : des points de contacts dédiés aux entreprises affectées, le 8 mars

Les réserves officielles de change, le 7 mars

Flash conjoncture – Pays émergents, le 4 mars

Enjeux économiques pour la France en Indonésie, le 1^{er} mars

PFUE | Retour sur l'Ecofin informel, le 28 février

IEF | Publication des dossiers types pour le dépôt des demandes d'examen préalable ou d'autorisation, au titre du contrôle IEF, le 22 février

Programme de l'édition du jour

Introduction d'Agnès Bénassy-Quéré sur *Point de conjoncture : les canaux de transmission du choc Russie/Ukraine*

Présentation n° 1 : **La stratégie d'émission de la dette souveraine française**, par Jean Dalbard, chef du pôle Analyse Economique du Secteur Financier - Stabilité Financière, et Pol Copin, Responsable du pôle Dette de l'Agence France Trésor.

Présentation n° 2 : **Analyse des prêts garantis par l'état**, par Hind Benitto et Benjamin Hadjibeyli, adjoints au chef du pôle Analyse Economique du Secteur Financier - Stabilité Financière.

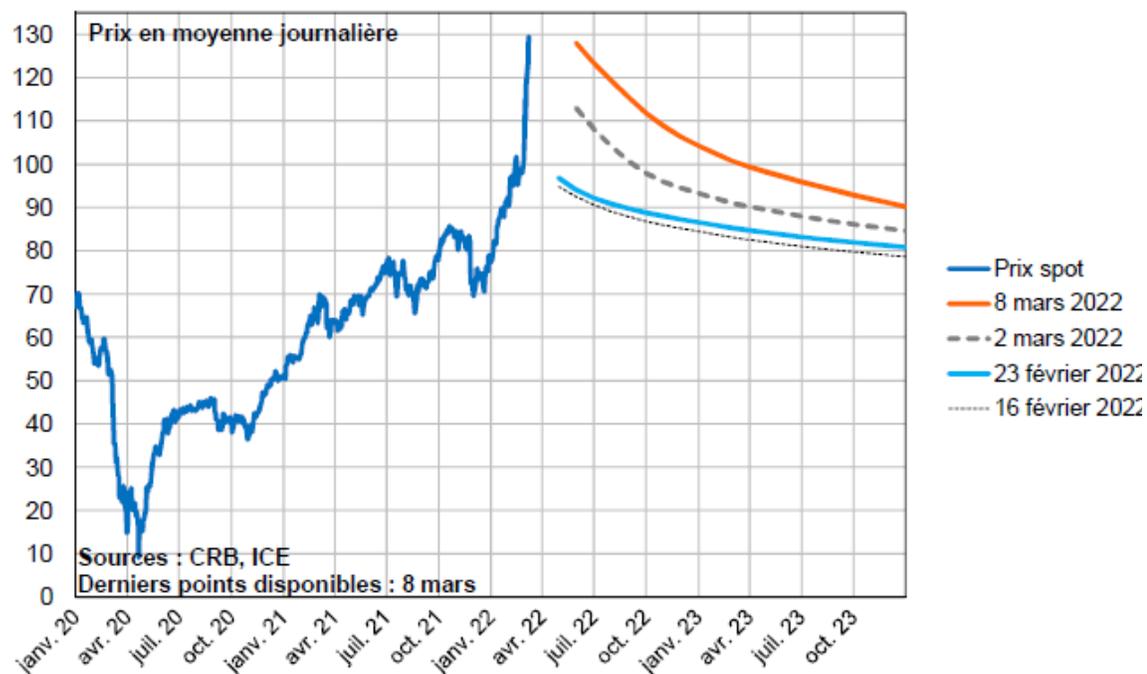
Prochaine édition des Clefs du Trésor

Jeudi 19 mai de 9h à 10h

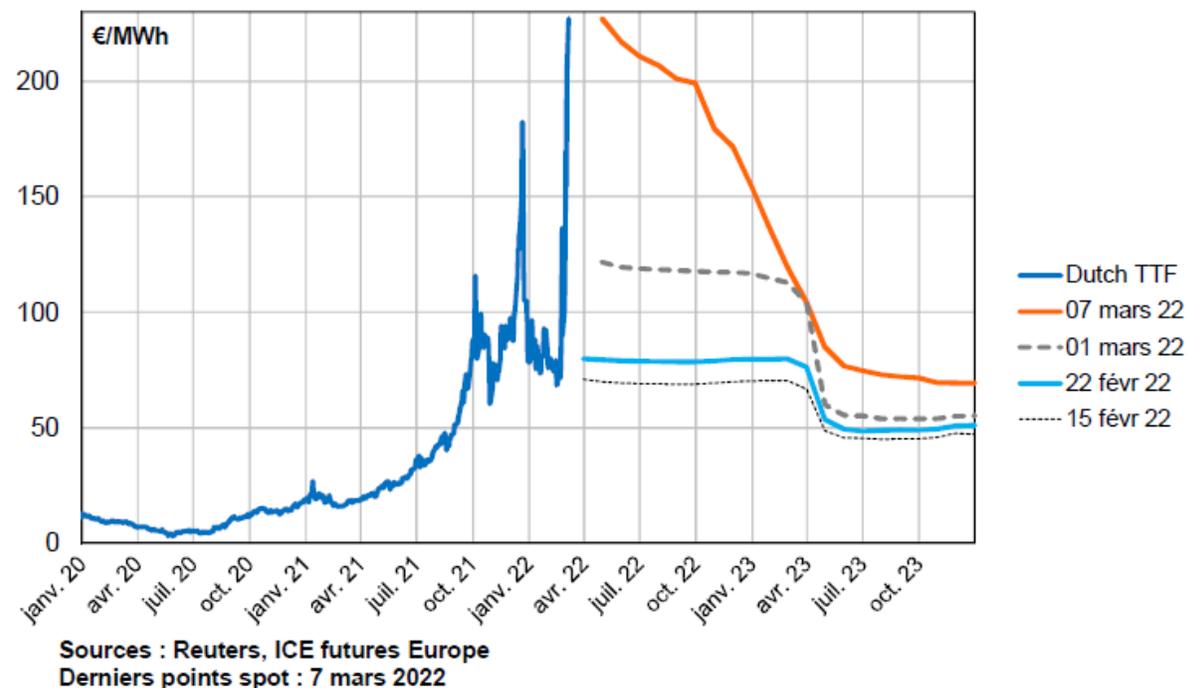
Point de conjoncture : les canaux de transmission du choc Russie/Ukraine

Une hausse spectaculaire des prix du pétrole et du gaz

Futures et prix spot du Brent (\$/b)

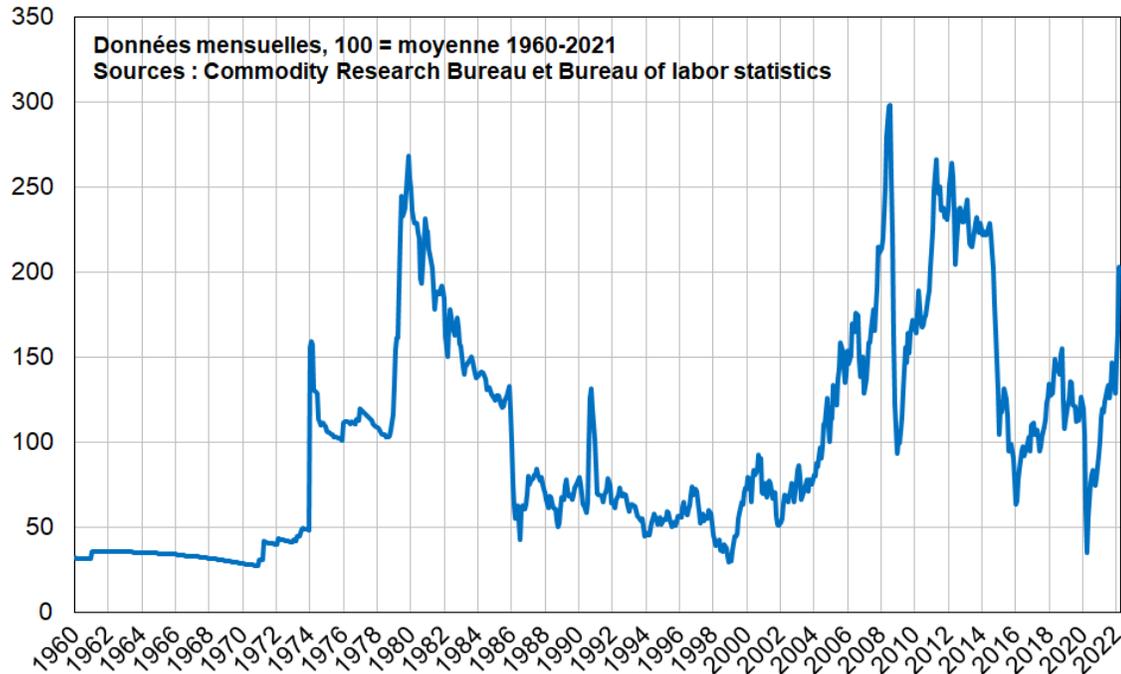


Gaz naturel (Dutch TTF) : prix spot et futures

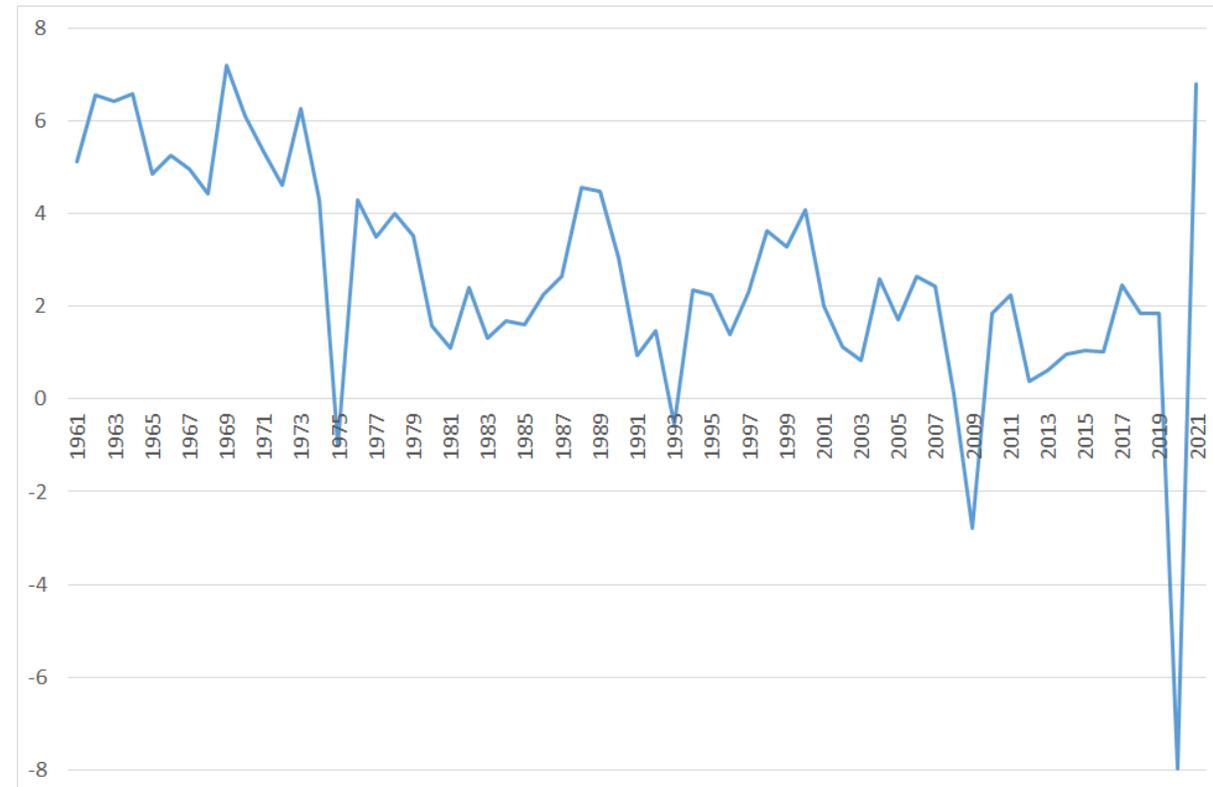


Impact via le prix de l'énergie

Evolution des prix réels du pétrole



Taux de croissance du PIB, France (%)



Source : Ameco.

Transmission du choc énergétique à l'économie française

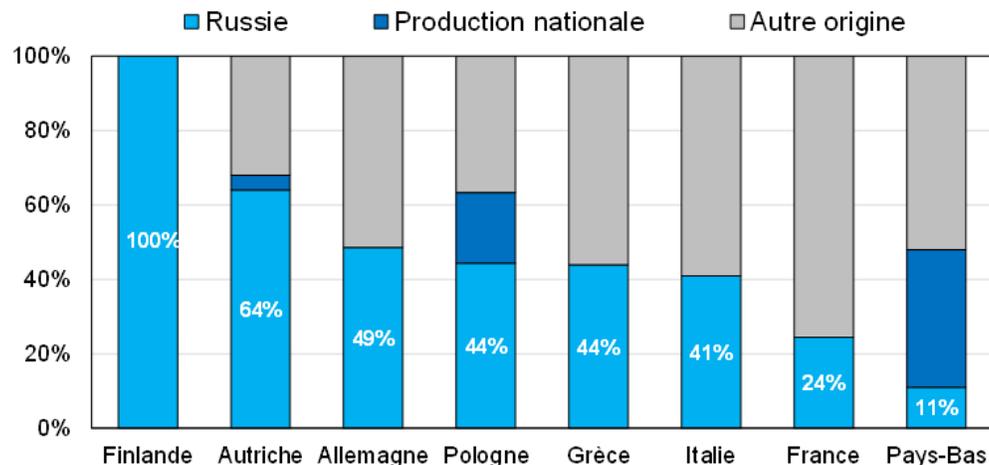
Mix énergétique primaire (2020)

40 % nucléaire
 28 % de pétrole
 16 % de gaz naturel
 14 % d'énergies renouvelables et déchets
 2 % de charbon.



Part de la Russie dans les imports de gaz naturel

Origine des importations de gaz naturel pour les pays de l'UE dont la Russie est l'un des trois principaux fournisseurs. (% du total en 2019)



Source : Agence européenne pour la coopération des régulateurs énergétiques



Part de l'énergie dans :

→ **Les dépenses des ménages** : jusqu'à 10 % pour les 10 % de ménages les moins aisés (hors transport) ; 6 % pour ménages à revenu moyen : 10 à 15 % en Europe centrale et orientale.

→ **Les coûts des entreprises** : en moyenne de 0 à 3 % dans l'UE mais jusqu'à 20 % dans l'industrie manufacturière.

Source : Commission européenne 2019

Les ménages largement protégés en 2022

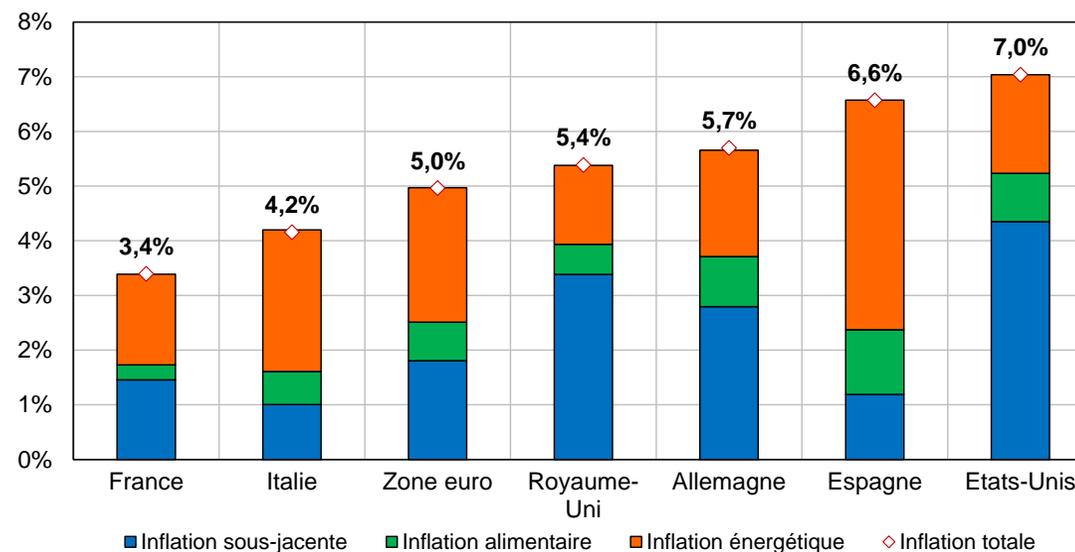
Énergie = environ 9 % de l'IPC.

→ Une hausse du prix de l'énergie de 11 % augmente mécaniquement l'IPC de 1 %

Mesures mises en œuvre depuis fin 2021

- Blocage du TRV gaz (depuis oct. 2021) : 16 M de bénéficiaires
- Limitation à 4 % de la hausse du TRV de l'électricité (fév.)
- Indemnité « inflation » : 100 € à 38 M de personnes
- Chèque énergie de 100 € en décembre pour 6 M de ménages aux revenus les plus modestes (qui s'ajoute au chèque versé au printemps 2021 et à celui du printemps 2022, d'un montant moyen de 150 €) ;

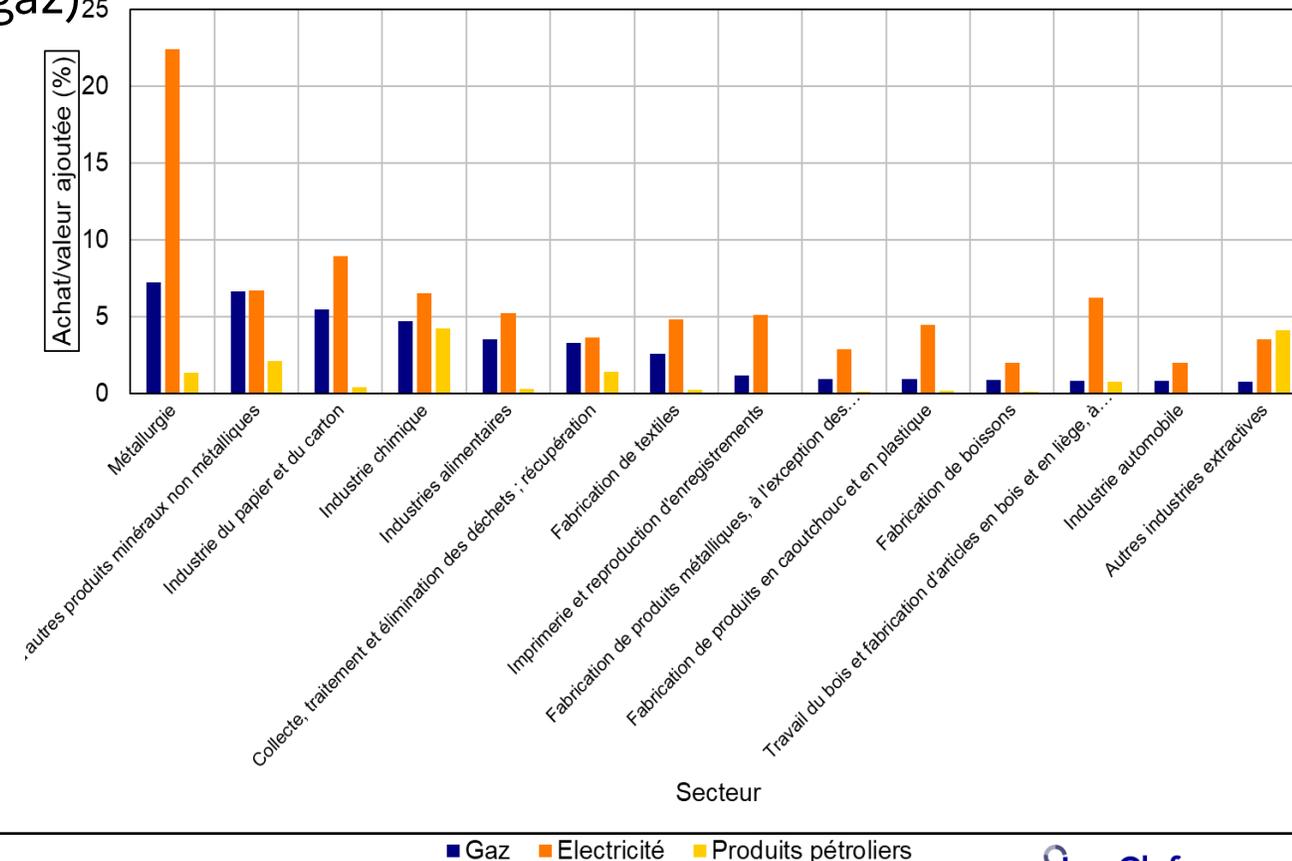
Inflation dans les principaux pays avancés en décembre 2021



Sources : Eurostat (IPCH), ONS (et US Bureau of Labor Statistics (IPC).

Entreprises : un impact hétérogène

Achats d'énergie en % de la valeur ajoutée par secteur (14 secteurs les plus intensifs en gaz)²⁵



Données : EACEI-FARE. Calculs DG Trésor. Les produits pétroliers incluent le coke de pétrole, le fioul lourd, le fioul domestique, le butane et le propane.

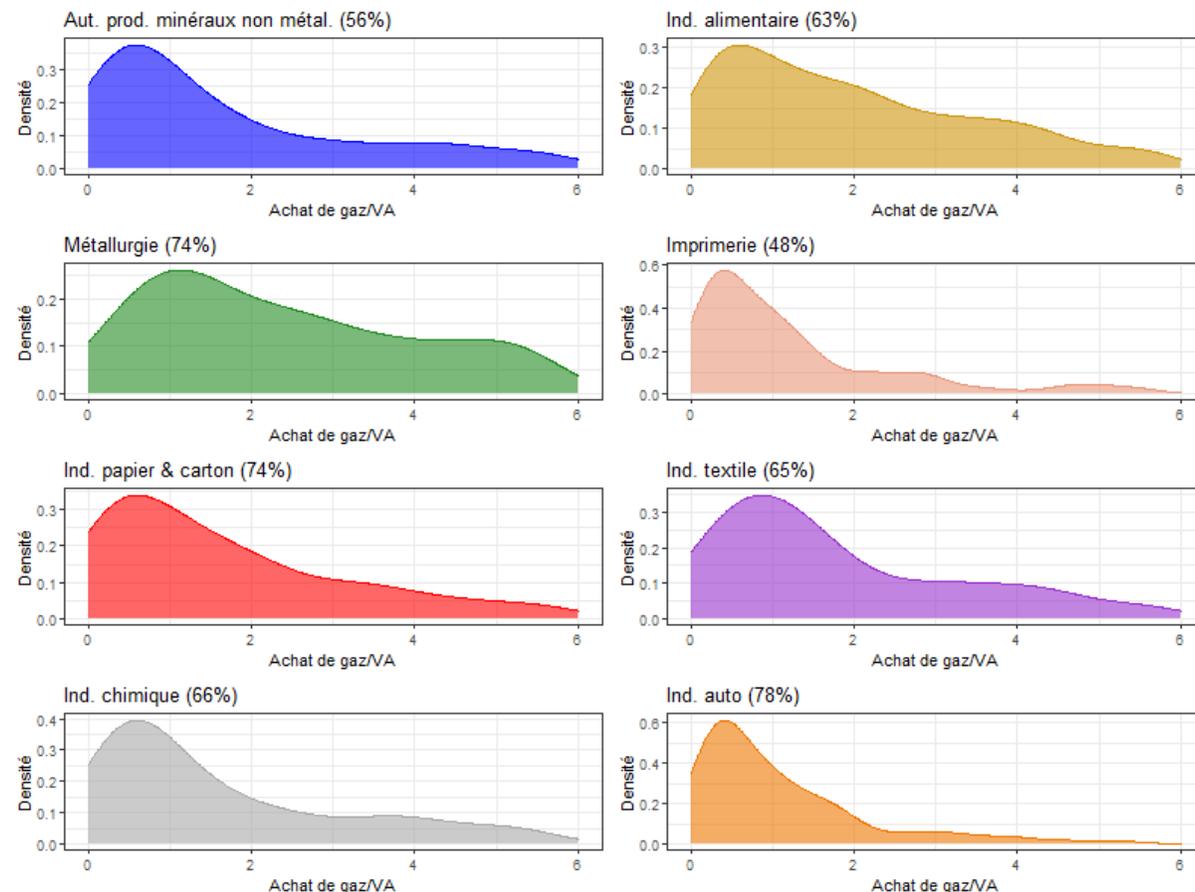
Les coûts d'approvisionnement incluent aussi des coûts de distribution et des taxes, qui restent stables.
Ex. gaz : prix de marché = 32 % du coût d'approvisionnement en 2019

Prix de l'énergie comme canal de transmission

Distribution des achats de gaz par secteur

Données : EACEI-FARE. Calculs DG Trésor. Distribution des ratios d'achat de gaz/valeur ajoutée des entreprises dans les 8 secteurs les plus intensifs en achat de gaz.

Les graphiques se restreignent aux entreprises ayant une consommation de gaz supérieure à 0, le pourcentage d'entreprises concernées est entre parenthèses dans chacun des titres.

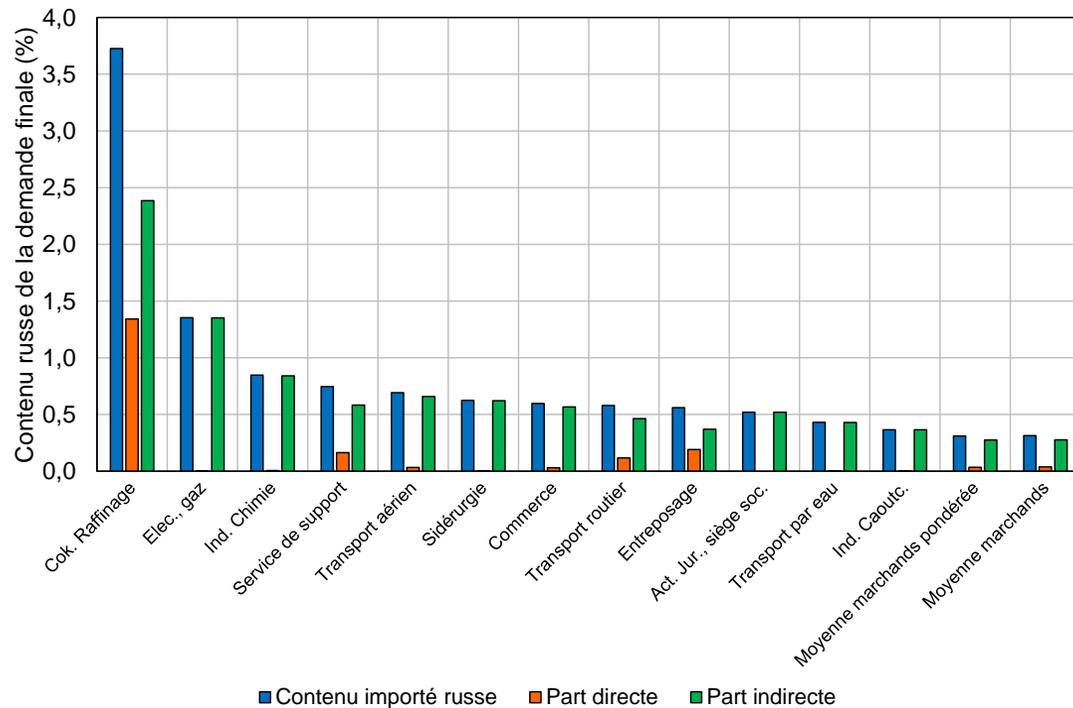


Autres canaux de transmission du choc à l'économie française

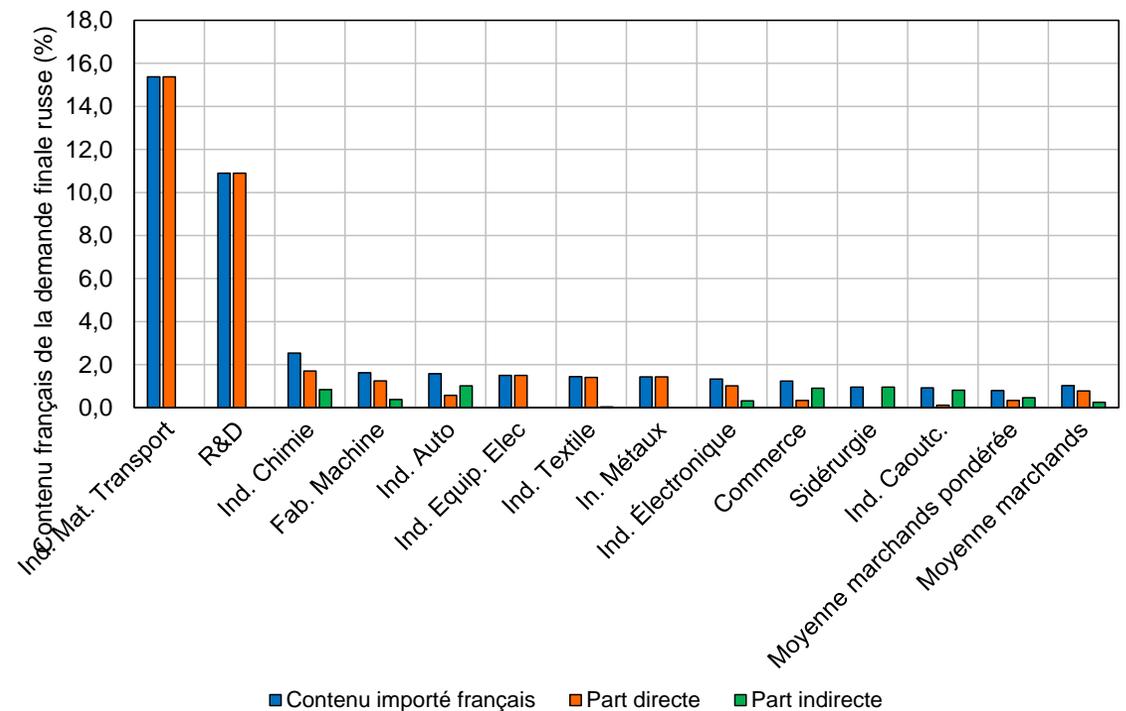
- Prix des matières premières (céréales, métaux stratégiques)
- Canal commercial : très limité pour la France (Russie + Ukraine = 1,5 % échanges)
- Canal financier : chute des prix des actions (environ - 13 % depuis janvier), volatilité, aversion pour le risque ; faible exposition directe à l'économie russe
- Canal de la confiance (ménages et entreprises)
- Risque cyber

Commerce entre France et Russie

Contenu en importations russes de la dépense finale française en 2014 – 13 premières catégories



Contenu en importations françaises de la dépense finale russe en 2014 – 15 premiers secteurs



Source : WIOD. Simulation du modèle AVIONIC, calculs DG Trésor.

1. La stratégie d'émission de la dette souveraine française

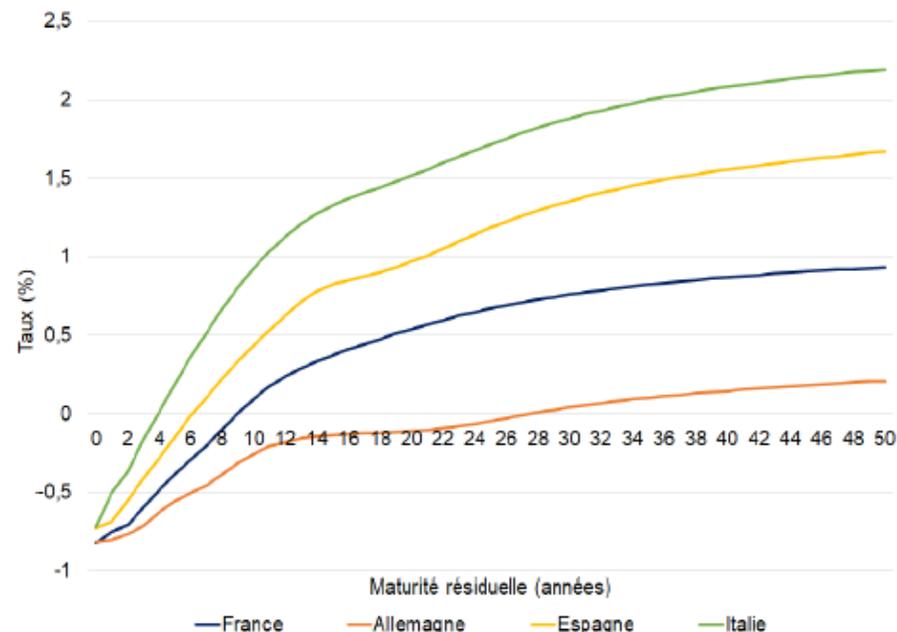
Pol Copin, Jean Dalbard

1.1. Minimiser le coût de financement

1.1.1. Structurer le marché de la dette pour maximiser la liquidité des titres de l'Etat

- L'Etat est un acteur pérenne du marché obligataire: un **appel au marché régulier et prévisible, et non opportuniste** ;
- Un marché structuré par des **Spécialistes en Valeur du Trésor (SVT)**, régi par une Charte, qui repose sur le principe de **transparence** ;
- Une **politique d'émission centrée sur la liquidité des titres** : la composante des taux sur laquelle le DMO a une influence.

Graphique 1 : Courbe des taux des principaux États émetteurs en zone euro



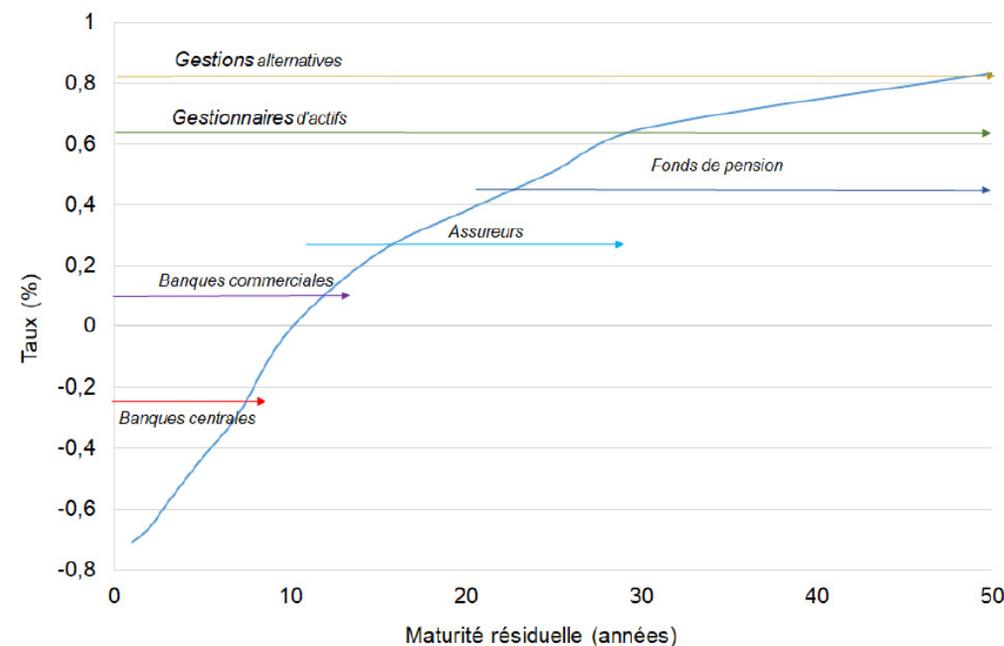
Source : Bloomberg, 17 décembre 2021.

1.1. Minimiser le coût de financement

1.1.2. Adapter la gamme de titres à une base d'investisseurs large et diversifiée

- Connaître les **habitats préférés** des investisseurs afin de s'adapter à la demande et de la maximiser :
 - Par exemple, les **banques centrales** sont très actives sur la partie courte et intermédiaire de la courbe, avec des comportements de portée longue ;
 - Cela explique l'augmentation de la maturité moyenne (de 7 à 8,5 ans depuis 2015) en lien avec la baisse des taux/aplatissement des courbes ;
- Le recours à des obligations spécifiques pour capter cette demande, dans le respect des exigences de liquidité:
 - **Obligations indexées à l'inflation** (européenne et française)
 - **Obligations vertes** ;

Courbe des taux nominaux (OAT) et habitat préféré stylisé des investisseurs



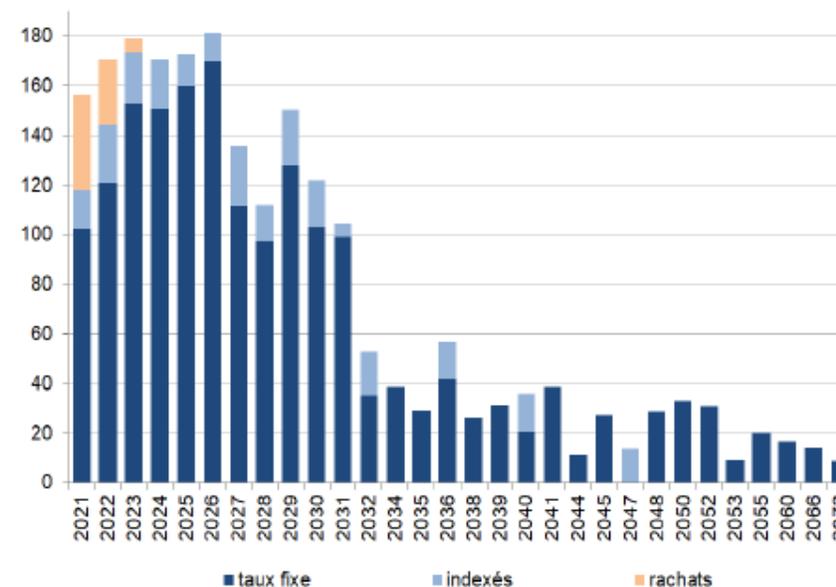
Sources : AFT, taux à échéances constantes, 17/12/2021.

1.2. Réduire le risque de refinancement

1.2.1. Lisser les besoins de financement de manière inter-temporel

- **Arbitrage entre BTF et OAT**, notamment dans une approche de constitution de marges de manœuvre sur le plan des BTF pour faire face à une augmentation soudaine du besoin de financement ;
- Mise en œuvre de **rachats de titres de maturité inférieure à 2 ans pour lisser le profil d'amortissement de la dette** ; le montant des rachats est déterminé par la surémission d'OAT (demande > besoins de financement) ;
- Conséquence: **l'impact d'un choc de taux haussier est plus lent et plus diffus à se matérialiser s'agissant de la charge de la dette** ; +100pdb = +4Md€ de charge annuelle au bout d'1 an, +30 Md€ de charge annuelle au bout de 10 ans.

Graphique 2 : Calendrier de refinancement de la dette négociable à moyen et long terme de l'État au 31 décembre 2021 (Md€)



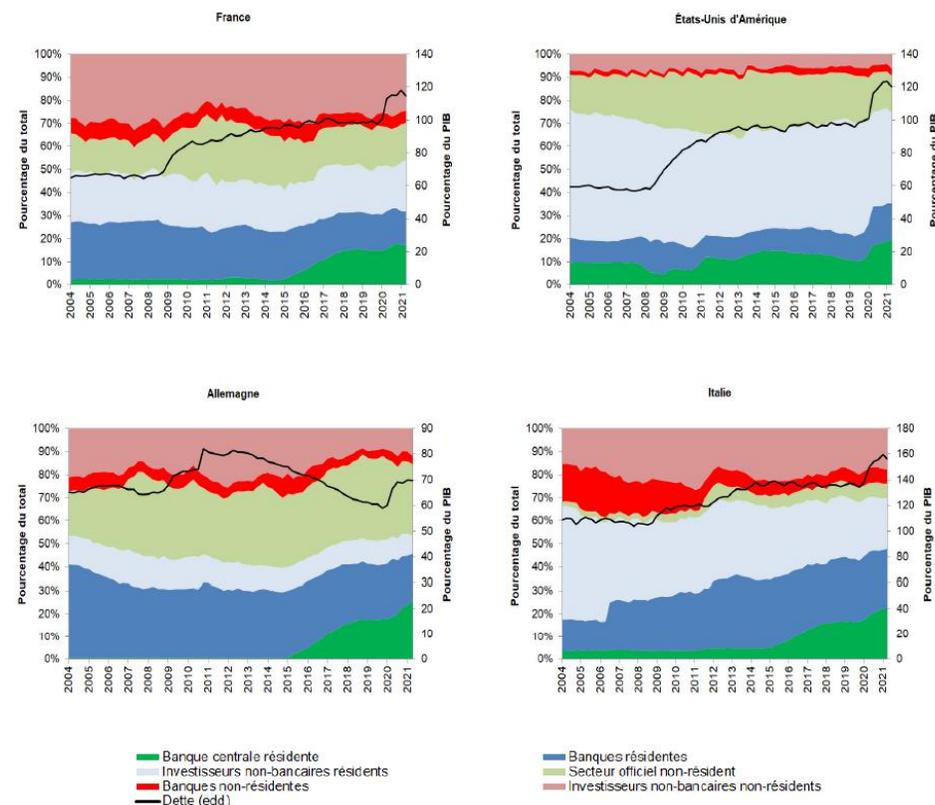
Sources : AFT, encours hors charges d'indexation liées à l'inflation, décembre 2021, la composante en orange illustre le montant des rachats de titres qui devaient initialement être amortis lors de l'année en question.

1.2. Réduire le risque de refinancement

1.2.2. Optimiser la capacité de placement de la dette

- Maîtriser le risque de refinancement = capacité de refinancer tout les échéances en toutes circonstances
- La **politique d'émission de l'AFT priorise donc les investisseurs ayant des comportements stables** (banques centrales) ou de long terme (fonds de pension). Avoir une **base d'investisseurs stable et diversifiée est fondamental** (plus que le critère géographique par exemple).
- La **maturité moyenne de la dette est donc une conséquence ex post de cette politique d'émission** (= pas un objectif ex ante). En pratique, elle est déjà en forte hausse (8,4 ans) et la France est le plus gros émetteur de dette longue.
- Aller à l'encontre de cette approche de suivi de la demande, par exemple pour allonger la maturité de la dette, serait coûteux pour des gains incertains et modestes.

Graphique 7 : Structure de détention de la dette publique de la France, des États-Unis, de l'Allemagne et de l'Italie



Source : Fonds Monétaire International, Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies.

2. Analyse des prêts garantis par l'État à fin 2021

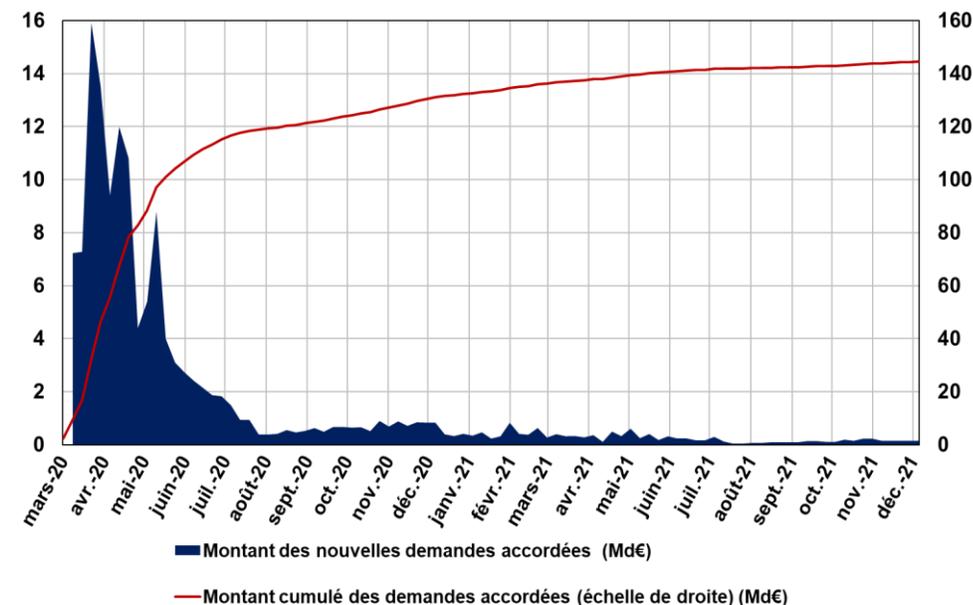
Hind Benitto, Benjamin Hadjibeyli

Mise en place des PGE: choix et arbitrages

Un cadre multi-contraint pour un dispositif très sollicité

- Un enjeu principal: **éviter un rationnement du crédit**
- **Produit final commercialisé à partir de fin mars :**
 - Ouvert à toutes les tailles et formes d'entreprises non financières
 - Jusqu'à deux ans de différé
 - Jusqu'à 25% du CA ou deux ans de masse salariale
 - Quotité garantie allant de 70 % à 90 % (selon la taille)
 - Engagement des banques à octroyer les prêts à prix coûtant
 - Déclinaisons sectorielles et évolutions du dispositif

Un recours rapide et massif

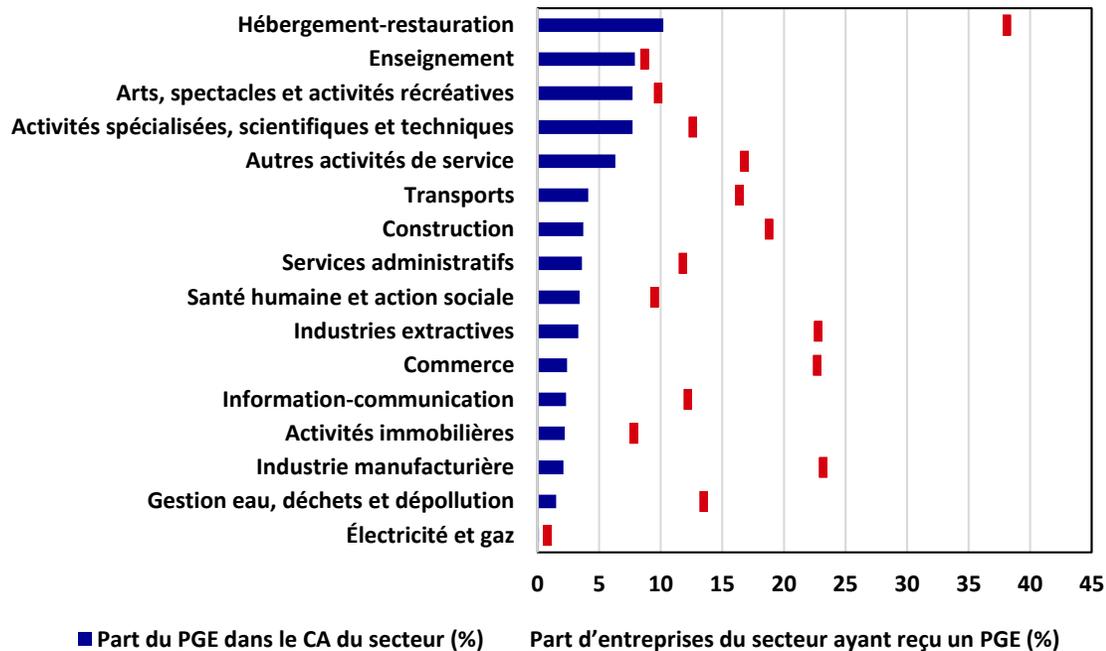


Source : données Bpifrance, calculs DG Trésor.

À qui les PGE ont-ils été octroyés ?

Secteur et taille des entreprises

Fort recours de l'hébergement-restauration



Principalement aux **petites entreprises** :

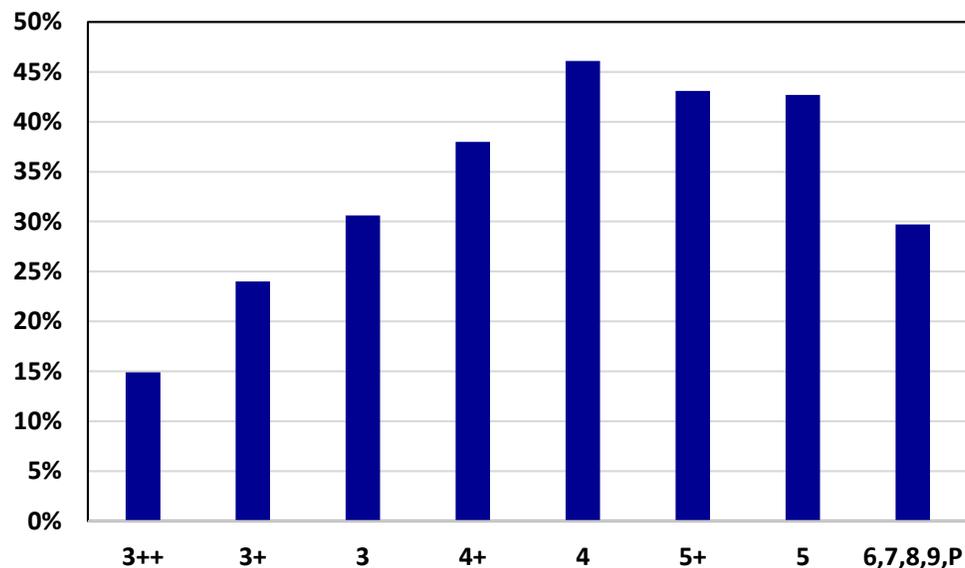
- 99 % des bénéficiaires sont des TPE/PME
- 77 % des montants vont aux TPE/PME
- Les $\frac{3}{4}$ des PGE sont inférieurs à 100 k€
- 48 PGE octroyés par arrêté à de grandes entreprises (pour 17 Md€)

Source : données Bpifrance et Insee, calculs DG Trésor.

À qui les PGE ont-ils été octroyés ?

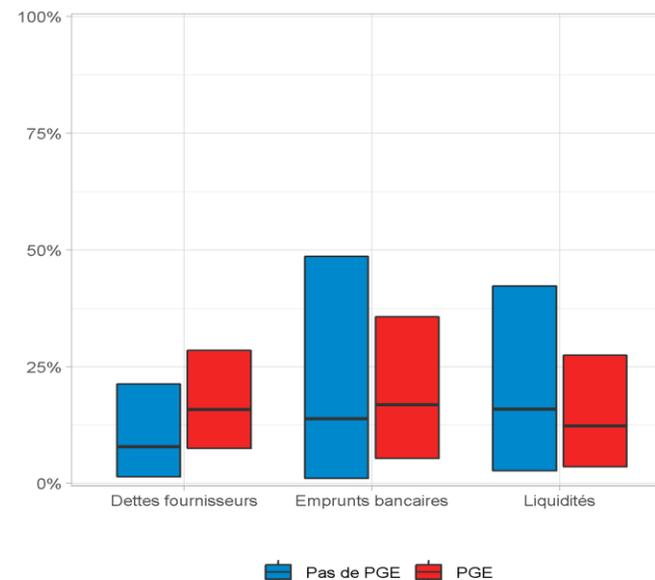
Situation financière

Intensité du recours plus importante parmi les cotations moyennes



Source : données Bpifrance et Banque de France, calculs DG Trésor.

Des entreprises un peu plus endettées et disposant de moins de liquidités



Source : données Bpifrance et DGFIP, calculs DG Trésor.

À quoi les PGE ont-ils servi ?

Une enveloppe de PGE pas entièrement consommée

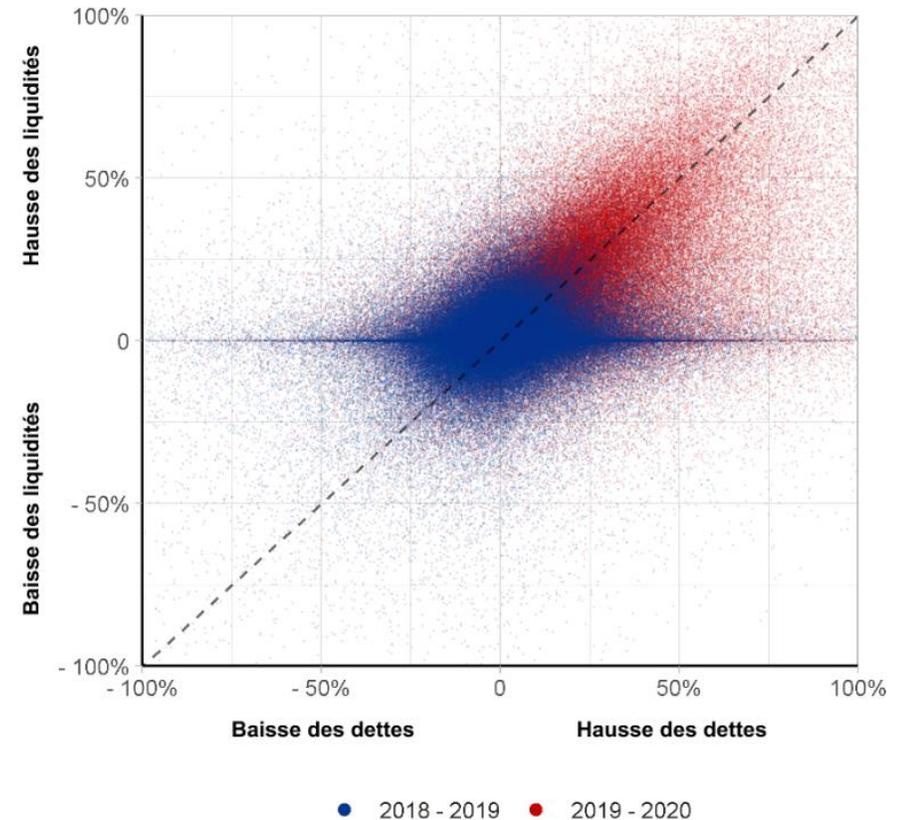
Un plafond peu atteint :

- PGE médian de 16,6 % du CA
- 38 % des entreprises avec un PGE représentant plus de 1/5^e de leur CA

Des bilans 2020 peu dégradés :

- Hausse des dettes
- Hausse de la trésorerie

➔ **Dettes nettes stables dans l'ensemble**

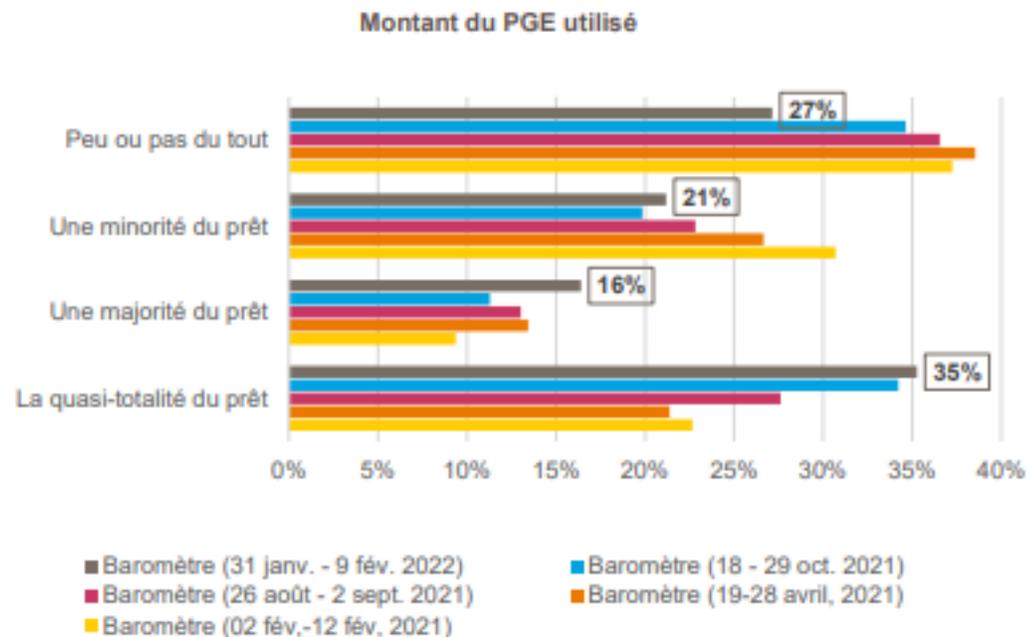


Source : données DGFIP, calculs DG Trésor.

À quoi les PGE ont-ils servi ?

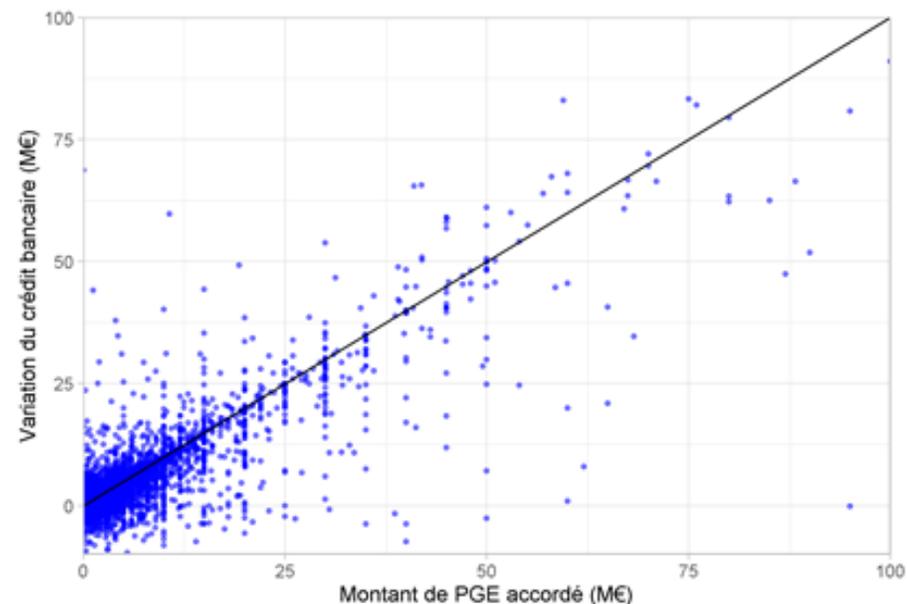
Un endettement nouveau, mais de précaution

Des PGE peu utilisés :



Source : Bpifrance.

Pas de substitution à d'autres dettes :



Source : données Banque de France, calculs DG Trésor.

Quel coût pour les finances publiques ?

Un coût modéré pour l'Etat

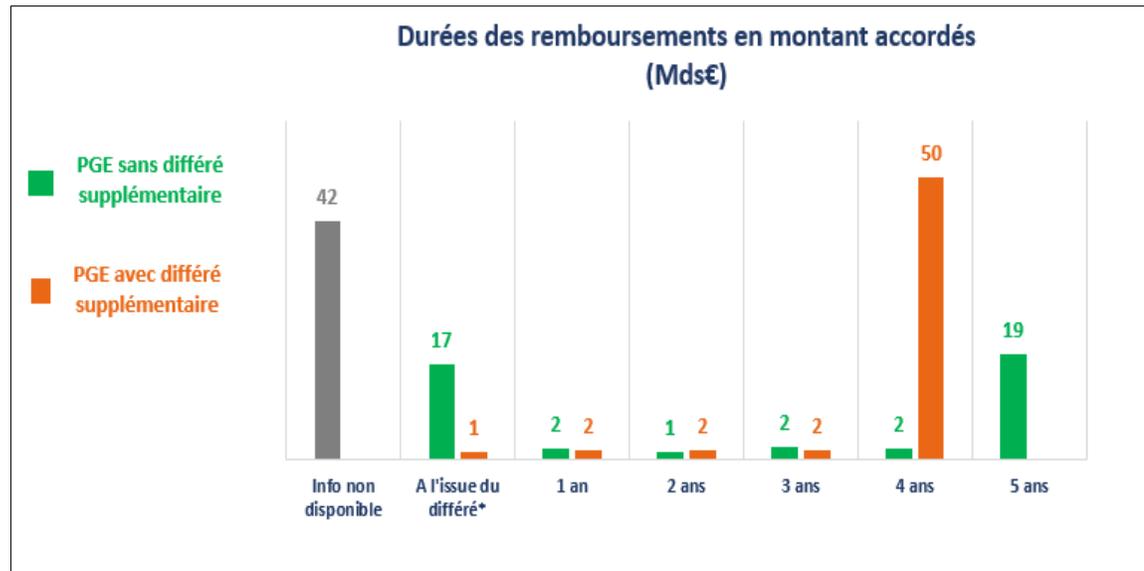
Pertes estimées sur l'encours PGE (estimations de janvier 2022)

Encours retenu	150 Md€
Taux de pertes	3,1 %
Pertes brutes	4,6 Md€
Primes de garanties	3,2 Md€
Pertes nettes	1,4 Md€

Source : DG Trésor, Banque de France .

Quel coût pour les finances publiques ?

Profils de remboursement et entreprises en difficulté



Source : données Bpifrance, calculs Banque de France.

Un risque de non-remboursement limité, mais des solutions pour les entreprises les plus en difficulté :

- Étalement de la durée de vie des PGE dans le cadre de procédures amiables ou collectives faisant intervenir un juge
- Procédures collectives judiciaires simplifiées
- Étalement élargi aux procédures de restructuration reposant sur la Médiation du crédit