

SÉNAT

SECONDE SESSION ORDINAIRE DE 1976-1977

Annexe au procès-verbal de la séance du 12 mai 1977.

RAPPORT

FAIT

*au nom de la Commission des Finances, du Contrôle budgétaire et des Comptes économiques de la Nation (1) sur le projet de loi, ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE, après déclaration d'urgence, autorisant le Gouvernement à émettre un **emprunt** bénéficiant d'avantages fiscaux,*

Par M. Maurice BLIN,

Sénateur,
Rapporteur général.

(1) Cette commission est composée de : MM. Edouard Bonnefous, président ; Geoffroy de Montalembert, Max Monichon, Jacques Descours Desacres, Henri Tournan, vice-présidents ; Yves Durand, Roger Gaudon, Joseph Raybaud, Modeste Legouez, secrétaires ; Maurice Blin, rapporteur général ; Auguste Amic, René Ballayer, Roland Boscary-Monsservin, René Chazelle, Bernard Chochoy, Jean Cluzel, Yvon Coudé du Foresto, Marcel Fortier, Jean Francou, Gustave Héon, Paul Jargot, Louis Jung, Robert Lacoste, Fernand Lefort, Georges Lombard, Raymond Marcellin, Josy-Auguste Moinet, Mlle Odette Pagani, MM. Gaston Pams, Pierre Prost, Mlle Irma Rapuzzi, MM. Paul Ribeyre, Edmond Sauvageot, François Schleiter, Robert Schmitt, Maurice Schumann.

Voir les numéros :

Assemblée Nationale (5^e législ.) : 2828, 2861 et in-8° 663.

Sénat : 293 (1976-1977).

Emprunt. — Dette publique - Impôt sur le revenu - Epargne - Code général des impôts.

Mesdames, Messieurs,

Le projet de loi que nous devons examiner constitue la première disposition législative pour l'application du programme d'action présenté par le Gouvernement le 26 avril dernier devant l'Assemblée Nationale. Il autorise le Ministre de l'Economie et des Finances à émettre un emprunt destiné à financer partiellement les dépenses nouvelles annoncées et le déficit inscrit dans le projet de loi de finances rectificative pour 1977, projet de loi dit de « constatation et de mise à jour du budget ». Cet emprunt est assorti d'une garantie en capital et d'un régime fiscal particulier qui nécessitent le recours à une autorisation parlementaire. Le Gouvernement ayant manifesté le souhait de l'émettre à compter du 23 mai prochain, cette autorisation doit être accordée dans le meilleur délai sans attendre l'examen du projet de « collectif ».

Il importe cependant qu'après avoir analysé ses principales caractéristiques techniques, nous examinions l'opportunité du lancement d'un emprunt et son bien-fondé dans la conjoncture économique et financière actuelle.

I. — Les grandes caractéristiques de l'emprunt.

D'un montant de 6 milliards de francs, il est émis pour une durée de quinze années et amorti annuellement par tranches égales. Il est rémunéré au taux de 8,80 %. S'il offre quelques similitudes avec celui lancé en janvier 1973 par son ampleur et une rémunération relativement élevée, il en diffère par le bénéfice d'un régime fiscal plus avantageux et la nouvelle base de garantie dont est assorti son capital.

Le régime fiscal.

L'emprunt bénéficie d'une exonération fiscale partielle en faveur de ses détenteurs imposés au titre de l'impôt sur le revenu.

1° Un abattement de 1 000 F par an et par déclarant est opéré sur les intérêts de cet emprunt. Cet abattement peut se

cumuler éventuellement avec l'abattement de 3 000 F sur les valeurs à revenu fixe (art. 158-3 du Code général des impôts) bien que celui-ci ne s'applique pas aux valeurs assorties d'une clause d'indexation. Cette restriction est levée par le texte.

Pour le surplus, les déclarants pourront opter pour le prélèvement libératoire au taux de 25 % (art. 125 A du Code général des impôts). Bien que cette faculté ne soit pas accordée aux valeurs assorties d'une clause d'indexation, le texte proposé lève là aussi cette restriction.

2° Les plus-values éventuelles réalisées sur cet emprunt sont exonérées. Il convient cependant de préciser :

— les plus-values de *remboursement* qui pourraient résulter de la mise en jeu de la garantie sont expressément exonérées de l'impôt sur le revenu par le texte ;

— les plus-values de *cession* sont déjà exonérées par application de la loi sur les plus-values de 1976 qui, par son article 6-III, exclut de son champ d'application les emprunts d'Etat. Le texte présenté étend le bénéfice de cette exonération, pour ce seul emprunt, aux plus-values de cession réalisées sur des titres détenus au sein d'actifs professionnels qui seraient passibles de l'impôt sur le revenu au titre des bénéficiaires industriels et commerciaux.

3° Comme pour l'ensemble des emprunts d'Etat, les intérêts de cet emprunt sont exonérés de la retenue à la source de 10 %.

Le régime fiscal proposé intéresse donc plus spécialement les personnes physiques sans pour autant leur accorder d'exonération importante comme cela a été le cas dans le passé. En revanche, la garantie du capital présente un intérêt certain pour le particulier qui souhaite garantir le pouvoir d'achat de son épargne.

La garantie du capital.

Il est prévu de garantir le service en capital de l'emprunt par une référence à l'unité de compte européenne définie par le Conseil des Communautés en avril 1975.

Cette unité de compte, distincte de l'unité de compte parité-or, — sur laquelle est garanti le service en capital et intérêts de l'emprunt 7 % 1973 —, est définie par référence à un « panier » de

montants fixes de monnaies des neuf Etats membres. Elle est égale à la somme des montants suivants des monnaies des Etats membres de la Communauté :

D. M.	0,828
Livre	0,0885
F. F.	1,15
L. italienne	109,00
Fl.	0,286
F. B.	3,66
F. Lux.	0,14
DKr	0,217
Livre irlandaise	0,00759

La valeur de cette unité de compte est calculée chaque jour par évaluation de ses composantes au taux de change du marché. Cette unité n'est utilisée actuellement que pour la gestion du Fonds européen de développement, de la Banque européenne d'investissement, de la C. E. C. A. Elle doit s'appliquer prochainement aux opérations budgétaires des Communautés à l'exception toutefois des dépenses agricoles.

La garantie du capital de l'emprunt sur l'unité de compte européenne sera appelée si la moyenne des trente dernières valeurs en francs de l'unité de compte européenne, publiées avant le 30 avril de chaque année, est supérieure à la valeur en francs de l'unité de compte européenne à la date du 29 avril 1977. Le prix de remboursement sera majoré proportionnellement à l'augmentation constatée.

Dans l'hypothèse où l'unité de compte européenne viendrait à être modifiée, ce serait sa définition actuelle qui continuerait à servir de référence pour la garantie de l'emprunt. En cas d'impossibilité de calcul de l'unité de compte, un décret interviendrait pour mettre en jeu une garantie dans des conditions équivalentes ; les souscripteurs auraient cependant la faculté d'opter pour le remboursement anticipé de leurs titres. Ces dernières dispositions doivent être portées à la connaissance des souscripteurs par le décret d'émission pris en application du texte que nous examinons. Il serait souhaitable cependant que lors de l'examen en séance de ce texte, ces modalités particulières de garantie soient précisées et commentées publiquement par le Gouvernement.

Depuis le 26 mai 1975, jour de la première définition de la valeur de l'unité de compte européenne, l'appréciation de celle-ci par rapport au franc a connu des vicissitudes. D'une valeur de 5,20 F en 1975, elle a atteint 5,60 F le 29 avril 1977 (cf. tableau joint en annexe).

La garantie du capital de l'emprunt par référence à l'unité de compte européenne ne correspond pas exactement à une garantie de change classique par référence à une monnaie étrangère ou *a fortiori* à un poids d'or (base de la garantie de l'emprunt 7 % 1973). Toute appréciation ou dépréciation du franc par rapport à l'une des monnaies européennes est pondérée en fonction de la part de cette monnaie à l'intérieur du « panier » servant à la définition de l'unité de compte.

Enfin, il faut souligner qu'à la différence de la garantie dont est assorti l'emprunt 7 % 1973, celle qui est prévue pour ce nouvel emprunt ne concerne que le capital et non les intérêts.

L'ampleur de cet emprunt et ses caractéristiques particulières nous invitent à apprécier son opportunité dans la conjoncture économique et financière actuelle.

II. — L'emprunt dans la conjoncture économique et financière.

A quels besoins répond-il ?

Le budget de l'Etat pour 1977, voté en équilibre en décembre 1976 présente, selon le projet de loi de finances rectificative qui sera examiné prochainement, un déficit de l'ordre de 10 milliards. A cette somme doit être ajouté le coût, pour 1977, du programme d'action présenté par le Gouvernement le 26 avril 1977, soit 3,3 milliards de francs.

Pour couvrir ces charges, il est proposé des ressources fiscales supplémentaires, à hauteur de 1,5 milliard de francs, obtenues par une majoration du prélèvement fiscal sur les carburants et une accélération du recouvrement, en 1977, de la taxe spéciale sur les conventions d'assurance et du prélèvement obligatoire opéré par l'intermédiaire des banques sur les revenus de capitaux mobiliers.

Pour le reste, le Gouvernement nous propose, d'une part, de l'autoriser à lancer un emprunt de 6 milliards de francs et, d'autre part, d'avoir recours « à d'autres ressources d'épargne à court et moyen terme » pour 5,8 milliards de francs.

Sur le plan de l'orthodoxie financière, on ne peut qu'émettre de sérieuses réserves quant au choix du recours à l'emprunt à long terme pour assurer le financement de dépenses de fonctionnement dont une faible partie seulement (1,8 milliard de francs concernant l'emploi) a un caractère exceptionnel.

D'autre part, compte tenu de la situation de la dette publique, le recours à l'emprunt à long terme n'est peut-être pas la solution la plus opportune pour ne pas hypothéquer l'avenir.

L'emprunt et la situation de trésorerie.

S'il est fait abstraction des dépôts des correspondants du Trésor sur lesquels l'action directe de l'Etat est limitée, l'endettement du Trésor à long, moyen et court terme a évolué du 31 décembre 1974 au 30 novembre 1976, dernière situation résumée des opérations du Trésor, de la façon suivante :

	31 DECEMBRE 1974.	31 DECEMBRE 1975.	30 NOVEMBRE 1976.
	(En millions de francs.)		
<i>I. — Dette à long ou moyen terme :</i>			
Emprunts émis sur le marché financier	42 207	34 483	29 474
Emprunts extérieurs.....	1 278	893	633
Engagements divers de l'Etat.....	1 691	1 549	1 463
Total	45 176	36 925	31 570
<i>II. — Dette à court terme :</i>			
Bons émis dans le public.....	33 156	33 682	38 731
Bons en compte courant.....	3 623	43 928	57 348
Total	36 779	77 610	96 079
<i>III. — Engagements à l'égard de la Banque de France...</i>	6 700	9 650	18 694

La lecture du tableau qui précède révèle une double évolution en sens contraire.

Sur l'ensemble de la période considérée, la dette à long terme de l'Etat a diminué de 30 %, les remboursements ayant dépassé les émissions de même nature. Depuis l'émission de l'emprunt 7 % 1973, une seule opération à long terme a été lancée en juin 1976 pour un montant de 2,5 milliards de francs. Dans le même temps, l'emprunt 4,5 % 1973 a fait l'objet de remboursements anticipés importants compte tenu des avantages offerts par le supplément résultant de la garantie pour le paiement de l'impôt : en 1975, sur un remboursement global au titre de la dette à long terme de 8,5 milliards de francs, 7,5 milliards l'étaient au titre de ce seul emprunt dont 6,7 milliards de francs de supplément du fait de la garantie.

Durant la même période, la dette interne à court terme a presque triplé notamment par l'émission de bons en compte courant dont le montant est passé en vingt-trois mois de 3,6 milliards de francs à 57,3 milliards de francs. En outre, les concours de la Banque de France ont plus que doublé.

Le développement de la dette intérieure à court terme est imputable directement aux déficits d'exécution des lois de finances qui s'élevaient respectivement au 31 décembre 1975 et au 30 novembre 1976 à 43,01 milliards de francs et 27,64 milliards de francs.

Ces évolutions sont spectaculaires et ont conduit le Gouvernement à préférer le recours partiel à l'emprunt à long terme pour couvrir les besoins de trésorerie de l'année 1977 afin d'éviter autant que faire se peut la création monétaire contraire aux objectifs de stabilité qu'il s'est fixé. Au cours de l'année, le Trésor va devoir assumer non seulement le financement du solde d'exécution des lois de finances mais également la charge de remboursement des emprunts à long terme, soit au total plus de 20 milliards de francs que le seul recours à des ressources à court terme ne pouvait satisfaire de façon saine sur le plan monétaire.

Il faut cependant observer que le recours à l'emprunt à long terme n'est que partiellement satisfaisant dans la mesure où il reporte sur les exercices à venir des charges importantes. Dès mai 1978 le Trésor devra assurer le service d'une première échéance en capital de 400 millions de francs *au minimum* à laquelle s'ajoutera un supplément éventuel dû à la mise en jeu de la garantie. En

outre, devra être inscrite dans le projet de budget pour 1978 une dépense supplémentaire de plus de 500 millions de francs au titre de la dette intérieure (dette perpétuelle et amortissable) pour régler les intérêts dus sur cet emprunt au terme de la première année. *A l'issue des quinze années, il aura été versé plus de 4,2 milliards de francs d'intérêts et amorti un capital qui sera vraisemblablement supérieur aux 6 milliards empruntés.*

Si le lancement de cet emprunt se justifie pour des raisons d'ordre monétaire dans la perspective d'un plan de lutte contre l'inflation, ses conséquences économiques ne doivent pas être sous-estimées.

L'emprunt et la conjoncture économique et financière.

L'emprunt est d'un montant important, du même ordre que celui émis en janvier 1973. Lancé de façon impromptue, il perturbe un calendrier d'émissions particulièrement chargé à cette époque de l'année. Attractif, il va capter une part substantielle des ressources qu'attendent le secteur public et le secteur privé.

Par référence à l'année 1976, au cours de laquelle avaient été émis pour 41,6 milliards de francs d'obligations (et 9,4 milliards de francs d'actions), l'emprunt de 6 milliards représente près de six semaines d'émission compte tenu d'une période utile de placement de dix mois et demi par an. Dès à présent, il a affecté le marché boursier sur lequel de nombreux opérateurs ont procédé à des dégagements. Il rencontrera vraisemblablement la faveur de l'épargne mais cela au détriment de l'investissement productif. Privilégiant les obligations par rapport aux actions, il souligne et accentue le vice de structure fondamental du marché français de l'argent.

Cependant, compte tenu de la lutte nécessaire contre tout ce qui pourrait favoriser une relance de l'inflation, il s'agit d'un moindre mal.

C'est à ce titre que votre Commission des Finances, sous réserve des observations qui suivent, l'a approuvé et vous en recommande l'adoption.

Au cours du débat qui s'est ouvert à l'issue de l'exposé présenté par votre Rapporteur général, sont notamment intervenus :

— M. Maurice Schumann qui a attiré l'attention de la commission sur l'incidence d'un tel emprunt dans le contexte monétaire international que nous connaissons. Il a fait référence à une récente communication de M. Jacques Rueff qui attirait l'attention de l'opinion sur l'importance du volume des euromonnaies et de leur responsabilité dans le développement de l'inflation dans le monde occidental.

— MM. Geoffroy de Montalembert, Raymond Marcellin et Jacques Descours Desacres sont intervenus pour que soient explicitées les conditions de mise en jeu de la garantie en capital de l'emprunt. Ils ont demandé, ainsi que M. Maurice Schumann, que le Gouvernement précise dans quelles conditions et par qui pourraient être appréciées « les modalités de garantie équivalentes fixées par décret » dans l'hypothèse où il serait nécessaire d'avoir recours à cette procédure.

Votre commission vous propose un amendement relatif à cette disposition et sous cette réserve vous demande d'adopter le présent projet.

EXAMEN DES ARTICLES

Texte du projet de loi.

Article premier.

Le Ministre de l'Economie et des Finances est autorisé à émettre un emprunt dont le service en capital pourra être garanti par une référence à l'unité de compte européenne telle qu'elle a été définie par la décision du Conseil des Communautés européennes n° 75-250/C. E. E. du 21 avril 1975.

Texte adopté par l'Assemblée Nationale.

Article premier.

Le Ministre de l'Economie et des Finances est autorisé à émettre un emprunt dont le capital sera, s'il y a lieu, revalorisé lors du remboursement dans la même proportion que la valeur en francs de l'unité de compte européenne définie par la décision du Conseil des communautés européennes n° 75-250/C. E. E. du 21 avril 1975. Des modalités de garantie équivalentes seront fixées par décret si, pour quelque raison que ce soit, la détermination de la valeur en francs de l'unité de compte européenne était impossible.

Texte proposé par votre commission.

Article premier.

Le Ministre de l'Economie et des Finances...

... 21 avril 1975.

Commentaires. — Cet article autorise le Gouvernement à émettre un emprunt dont le capital est garanti par référence à l'unité de compte européenne définie en avril 1975.

L'Assemblée Nationale a adopté un amendement afin de donner un caractère certain et non éventuel à la garantie du capital. Il est précisé, en outre, qu'au cas où la détermination de la valeur en francs de l'unité de compte européenne serait impossible, des modalités de garantie équivalentes seraient fixées par décret. Ces dispositions doivent, comme en 1973, être précisées dans le décret d'émission de l'emprunt.

Votre Commission s'est interrogée sur la portée exacte de la disposition qui prévoit que le Gouvernement, dans l'hypothèse où la détermination de la valeur en francs de l'unité de compte européenne serait impossible, est habilité à fixer par simple décret des modalités de garantie équivalentes.

Estimant cette mesure par trop imprécise, votre commission vous en propose la suppression et vous demande d'adopter l'article ainsi amendé.

Texte du projet de loi.	Texte adopté par l'Assemblée Nationale.	Texte proposé par votre commission.
Art. 2.	Art. 2.	Art. 2.
<p>Pour l'assiette de l'impôt sur le revenu dû au titre des années 1978 et suivantes, un abattement de 1 000 F par an et par déclarant est opéré sur les intérêts de cet emprunt. <i>Pour l'assiette de l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année 1977, s'il y a lieu, l'abattement est limité à 500 F par déclarant.</i></p>	<p>Pour l'assiette de l'impôt sur le revenu dû au titre des années 1978 et suivantes, un abattement de 1 000 F par an et par déclarant est opéré sur les intérêts de cet emprunt.</p>	
<p>Les plus-values éventuelles de cession ou de remboursement de titres de cet emprunt sont exonérées de l'impôt sur le revenu.</p>	(Alinéa sans modification.)	Conforme.
<p>Nonobstant la garantie prévue à l'article premier ci-dessus, les articles 125-A, 157 (3°) et 158 (3) du Code général des impôts s'appliquent au présent emprunt.</p>	<p>..., les articles 125-A et 158 (3) du Code général des impôts...</p>	

Commentaires. — Cet article détermine le régime fiscal de l'emprunt qui a été commenté dans l'exposé général de ce rapport.

Deux amendements ont été adoptés par l'Assemblée Nationale afin d'adapter la lettre du texte aux faits :

1° Lors du dépôt de ce projet de loi le Gouvernement avait envisagé un paiement *semestriel* des intérêts. En conséquence, il était prévu un abattement de 500 F par déclarant sur le revenu déclaré au titre de 1977. Le paiement *annuel* des intérêts ayant été définitivement retenu, cette disposition devient donc sans objet ;

2° Dans le dernier alinéa de cet article il est fait référence expressément à l'article 157-3° du Code général des impôts qui prévoit l'exonération des lots et primes de remboursement au titre de l'impôt sur le revenu. L'emprunt prévu n'étant assorti d'aucun lot ni d'aucune prime de remboursement, la référence qui précède est sans objet et doit donc être supprimée.

Votre commission a adopté cet article dans la rédaction arrêtée par l'Assemblée Nationale.

AMENDEMENT PROPOSE PAR LA COMMISSION

Article premier.

Amendement : Supprimer la dernière phrase de cet article.

ANNEXE

EVOLUTION DU TAUX DE CONVERSION DE L'U.C.E. EN FRANCS FRANÇAIS (Mai 1975 - Avril 1977.)

