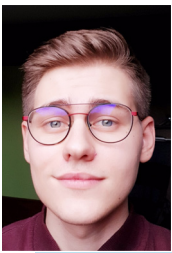




Anthony REQUIN
 Directeur général de l'Agence France Trésor

Maîtriser la trajectoire d'endettement à long terme



Propos recueillis en mars 2020 par Guillaume Vermeersch
 Étudiant du Master Finances et fiscalité publiques de l'université de Lille

Mots-clés : dette publique - dette perpétuelle - Agence France Trésor - obligations indexées - obligations sectorielles - nationalité des détenteurs de la dette - maturité - caisse d'amortissement - restructuration de la dette

La dette perpétuelle ou une restructuration de l'ensemble de la dette ne sont ni possibles, ni souhaitables car plus coûteuses qu'une gestion optimisée de la dette souveraine par l'Agence France Trésor

« La dette n'est-elle pas un problème présenté de manière souvent exagérée ?

La dette n'est pas un problème en soi. La principale question est celle de la sélection des in-

vestissements. Il faut savoir si la dette finance de l'investissement, c'est-à-dire des infrastructures et du capital humain ou si elle finance du fonctionnement, en l'occurrence de la consommation et du niveau de vie, du pouvoir d'achat, artificiel-

Dossier

> La gestion de la dette publique, la réponse des juristes

lement. Par ailleurs il est important de savoir dans quel type d'économie on le fait. En économie fermée, l'épargne est limitée et un surcroît d'endettement va se faire au détriment du financement du secteur privé, créant un effet d'éviction et poussant les taux d'intérêts à la hausse. En économie ouverte, ce phénomène d'éviction et le problème du niveau d'endettement ne se pose pas de la même manière puisqu'il n'y pas de contrainte comme en économie fermée sur le montant de l'épargne disponible. On peut tout à la fois financer la dette souveraine sans limiter la quantité de capitaux mis à disposition de l'économie. Ce qui importe, en termes d'endettement souverain c'est moins le niveau que la trajectoire, c'est-à-dire le fait de savoir si l'on suit une stratégie qui vise à réduire l'endettement rapporté au PIB, ce qui est le cas de la France.

Quant à savoir s'il s'agit d'un sujet exagéré, la dette n'est que rarement apparue dans les préoccupations primordiales des Français, à la différence du chômage ou du pouvoir d'achat. Au contraire, **il serait peut-être de bon augure que la dette soit un peu plus considérée** car une difficulté persiste en France : les crises étant cycliques, l'endettement s'accroît, et notre problématique est qu'au sortir de la crise nous n'arrivons pas à retourner à la neutralité, et ce depuis les années 80. En effet, il y a une véritable cyclicité des crises et des chocs économiques qui sont des périodes pendant lesquelles l'endettement s'accroît, et malheureusement au cours d'un cycle complet, phase de récession et d'expansion combinée, nous n'arrivons pas à revenir à la neutralité. Avoir la capacité de s'endetter au moment d'une crise ou d'un choc économique est souhaitable, la dette nous permet en effet de « gradualiser » les pertes de bien-être, mais ce n'est pas sans conséquence pour le niveau de la dette qui augmente significativement. Aussi il importe de mettre à profit les périodes de croissance élevée du cycle économique pour compenser l'aggravation du déficit intervenu en période de crise et montrer que nous sommes capables de maîtriser notre trajectoire d'endettement de long terme.

« **Aujourd'hui c'est l'Agence France Trésor qui a la mission de gérer la dette de l'État. Est-il possible d'imaginer une autre gestion d'un point de vue institutionnel ?**

Ce serait effectivement possible, comme l'Irlande dont l'entité gérant la dette est la même que celle qui gère les participations publiques. La question serait cependant de voir ce qui pourrait

être reproché au modèle actuel et d'observer les bienfaits potentiels que l'alternative apporterait.

« **Pourrions-nous également utiliser de nouvelles méthodes afin de parvenir à une réduction pérenne de la dette. Que pensez-vous par exemple de « perpétualiser » la dette dans l'actif de la Banque Centrale Européenne sans que celles-ci nous réclame le paiement de ses intérêts ?**

Depuis la banqueroute des deux-tiers en 1797, la France honore sa signature, et cela ne doit pas changer, c'est un actif immatériel de grande valeur. Par ailleurs, le coût apparent de cette dette est à peu près de 2 % et la Banque Centrale Européenne détient entre 15 et 20 % de notre dette. Si la France paie des intérêts à la Banque centrale, elle est aussi l'actionnaire. « Perpétualiser » cette dette serait difficile. En premier lieu ceci est contraire aux traités européens actuels. En second lieu, au titre de l'égalité entre les créanciers, rien ne justifierait cette discrimination. Enfin il n'est pas certain que cela ait un grand impact financier dans la mesure où nous finissons par récupérer une partie de ces intérêts versés, notamment au travers des dividendes que l'État perçoit en tant qu'actionnaire de la Banque de France.

« **L'article 123 du TFUE interdit à la Banque centrale européenne de prêter directement aux États, pourrions-nous alors nous tourner vers d'autres acteurs comme la Banque européenne d'investissement ?**

Si c'est pour obtenir une diversification des prêteurs, on diversifie au travers des investisseurs selon leur zone géographique et la maturité des emprunts en empruntant à court terme comme à moyen et long terme à l'aide des instruments financiers à notre disposition. Si c'est pour obtenir des taux plus intéressants et parvenir à une réduction de la charge de la dette, cela serait infructueux car la Banque européenne d'investissement, comme les autres acteurs d'envergure, mobilisent eux-mêmes le marché obligataire et repassent le coût de financement qu'ils y obtiennent à leurs clients, à des taux qui ne sont pas inférieurs à ce que la France peut elle-même trouver sur le marché. Ce procédé ne fe-

rait qu'ajouter un intermédiaire au processus de base, tout en lui payant une dîme pour les frais engendrés.

« **Au-delà de ces mesures, l'Agence France Trésor doit remplir certaines missions comme celle d'innover, et ce notamment grâce aux instruments financiers. A ce titre, que pensez-vous de la création de « Growth-indexed bonds » ou encore d'obligations indexées sur le PIB ?**

Ce type d'obligation est intéressante en théorie du fait du caractère contracyclique de son fonctionnement. Lorsque la croissance ralentit, les intérêts baissent en conséquence, c'est un stabilisateur automatique intégré. Mais la demande pour ce type de produit reste une niche, et actuellement il n'y a pas suffisamment d'investisseurs dont les passifs sont indexés sur la croissance ou sur le PIB et qui chercheraient à se constituer un actif indexé sur les mêmes valeurs. De plus, il est possible de répliquer ce type de profil de coupons en combinant des obligations indexées sur l'inflation et un portefeuille d'actions avec des valeurs soigneusement choisies. Par ailleurs, du point de vue de l'État, cela poserait un problème pour la prévisibilité de la charge de la dette. La demande naturelle pour ce type de produit serait plus importante si une réglementation obligeait certains investisseurs à avoir un passif indexé. La réglementation est un vecteur important de demande comme on peut le voir s'agissant de l'industrie des fonds de pension et du développement de la demande pour des titres indexés sur l'inflation comme c'est le cas au Royaume-Uni. Enfin, plus spécifiquement pour les **obligations indexées sur le PIB**, elles pourraient être intéressantes dans un pays en situation de restructuration, auquel cas le créancier accepte une perte de valeur sur le court terme et mise sur le long terme. **Pour la France, ce produit ne rencontre actuellement pas une demande spécifique. Par ailleurs le lancement d'un tel produit se heurterait aux difficultés habituelles pour le lancement d'un nouveau marché, comme la décote de liquidité initiale**, qui ont déjà été rencontrées lors du lancement du marché des obligations indexées sur l'inflation, qui seraient ici magnifiées par des problématiques techniques liées et au calcul exact des valeurs de l'indice qui font l'objet de ré-estimations régulières.

« **Encore au titre de l'innovation, l'Agence France Trésor ne pourrait-elle pas recourir à des produits indexés sur des domaines d'avenir comme la santé, l'éducation ou encore le numérique ?**

Les OAT nominales permettent déjà de financer tous ces secteurs. **Vouloir tout « sectorialiser » causerait plus de tort que de bien.** Si l'on multiplie les obligations sectorielles, on va à l'encontre d'une bonne gestion publique de la dette qui passe par la fongibilité des produits, leur liquidité, leur interchangeabilité. Si l'OAT verte est une innovation réussie dont nous sommes fiers, elle n'est pas sans contraintes. Sa capacité d'émission actuelle, de 8 milliards d'euros, doit être déterminée chaque année. Pour l'instant, cette masse correspond à peu près à la demande, mais une augmentation soudaine de la demande se heurterait à la limite de cette enveloppe pour l'émission de cette obligation spécifique, là où les autres OAT ne font pas face à de telles limites.

Au-delà de cette première difficulté, des OAT sectorielles auraient pour effet de fracturer la dette en plusieurs niches, ce qui entraîne des contraintes de gestion, et risquerait de nous faire émettre à un taux plus élevé compte tenu de ces bases réduites. En comparaison des OAT classiques que l'on peut émettre sans contrainte d'émission lorsque la demande se concrétise pour des montants pouvant aller de 20 à 30 milliards d'euros par souche et par an, cela ne nous serait d'aucun bénéfice. Par ailleurs, cela méconnaîtrait la première composante du mandat de l'Agence France Trésor qui dispose que celle-ci a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'État au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions possibles de sécurité.

« **Grâce aux swaps, l'Agence France Trésor peut aussi agir sur la maturité des coupons notamment pour la revoir à la baisse et abaisser les intérêts. Est-ce la politique suivie actuellement ??**

Actuellement, la durée de vie moyenne des dettes de l'État est de 8 ans et 60 jours. Cependant, il y a certains coupons qui portent obligation jusqu'à 2066. S'il est vrai que sur moyenne période plus les obligations sont longues, plus les intérêts sont élevés, il est possible de tirer parti de cette forme ascendante de la courbe de taux

Dossier

> La gestion de la dette publique, la réponse des juristes

pour essayer d'abaisser le coût de la dette à travers un programme de *swaps*, au prix toutefois d'un risque lié aux conditions de taux prévalant au moment du renouvellement des *swaps*. En 2001-2002, nous y avons recouru avec un portefeuille de 60 milliards d'euros qui a généré sur la durée près de 4 milliards d'euros d'économie de charge d'intérêt. Cependant, la profondeur du marché constitue une première limite physique pour recourir aux *swaps*. Ensuite, cette pratique comporte des risques si jamais les taux d'intérêt augmentent soudainement. Ce sont des opérations dont on ne sort pas gagnant systématiquement, comme cela a pu se produire il y a quelques années en Belgique ou en Italie. Ainsi, si on servait un taux de *swaps* à 0 % contre un taux Euribor, initialement fixé à -0,40 % re-fixé tous les 6 mois, et qu'une normalisation des politiques monétaires des banques centrales était opérée, le taux passerait rapidement au-dessus de 0 %. Le contrat de *swaps* serait perdant. Nous ne nous engageons sur ce type de programme que si les paramètres sous-jacents conduisent à estimer qu'il y a une forte probabilité à ce que ces opérations se traduisent par un abaissement de la charge de la dette toutes les années durant la vie d'un tel programme. **Depuis l'arrêt du programme de *swaps* en 2002, nous avons considéré que les conditions permettant l'exécution d'un tel programme n'étaient pas réunies, et elles ne le sont pas aujourd'hui non plus.**

« Pourrait-on renationaliser la dette française en augmentant le taux de détenteurs résidents ? »

Les résidents français peuvent acheter de la dette française aujourd'hui. Si l'on souhaitait augmenter le taux de détention par les résidents, il faudrait sans doute le faire à des taux d'intérêts que ces investisseurs résidents considéreraient comme attractifs, mais il y a de grandes chances que cela conduise à augmenter la charge de la dette. Le débat de la détention par des résidents ou des non-résidents ne me paraît pas un niveau d'analyse pertinent. Il faut plutôt se soucier de la qualité des investisseurs. La situation serait inquiétante si la majorité de notre dette était détenue par des investisseurs de type « *hedge-funds* » qui ne tiennent pas des positions d'investissement sur de longues périodes. **De ce point de vue, il est plus rassurant que la dette soit majoritairement détenue par des banques centrales étrangères, qui sont moins sensibles au niveau des taux d'intérêt qu'à la qualité de crédit de l'émetteur et à la liquidité de l'actif détenu** et qui ont des gestions dites « *buy and*

hold ». Actuellement **50 % de la dette française est détenue par ces banques centrales étrangères**, ce qui lui confère une véritable stabilité. Elles achètent ces titres de dette car elles disposent de réserves de change qu'elles veulent investir pour une certaine proportion en euros, et les titres de dette française qui allient sécurité et liquidité sont le produit parfait pour cela.

« A horizon 2024, il est prévu que la dette de la CADES soit apurée, pensez-vous que les caisses d'amortissement constituent une solution viable pour réduire la dette ? »

Les caisses constituent une bonne solution s'il ne s'agit pas d'un simple jeu d'optique, car si l'on constate l'amortissement de la dette au sein de la caisse mais un trou équivalent à cette réduction au sein des comptes publics là où a été prélevée la recette, c'est un jeu à somme nulle. Si l'on transposait ça à l'État il faudrait que la recette prélevée par l'État et fléchée à la caisse ne donne pas lieu à la création d'un nouveau trou. A l'image de la CADES, on a créé un système d'amortissement de la dette accompagné de règles d'amortissement pour limiter la vitesse avec laquelle on recrée un trou générant une dette. C'est en ce sens que l'ONDAM, l'objectif national des dépenses d'assurance maladie est voté chaque année dans la loi de financement de la sécurité sociale.

« Enfin, serait-il possible de réduire à néant l'endettement public de la France ? »

En théorie c'est réalisable. Certains pays comme Singapour ou la Norvège vivent sans dette. Pour la France, il faudrait voir pourquoi l'on souhaite s'en débarrasser : comme un péché car on en a une vision néfaste ou pour recréer une capacité d'endettement ? Dans cette seconde hypothèse, il faut s'assurer que nous sommes en capacité de la mobiliser au moment souhaité. Cependant, dans les deux cas il ne faut pas vouloir s'en défaire à tout prix, **la restructuration par exemple n'est pas envisageable dans l'état actuel du monde**. Ce serait « Armageddon », nous nous infligerions une blessure mortelle en flouant les États, les entreprises, nos propres citoyens, tout ce qui constitue les bases de la croissance. Par ailleurs, ce serait nier un principe fondamental du droit : « *Pacta sunt servanda* ». Aller à l'encontre de ce principe reviendrait à nier l'État de droit et à basculer vers un autre état du monde. ■