

Anthony Requin : « Le débat sur l'annulation de la dette détenue par la BCE est contreproductif »

 alternatives-economiques.fr/anthony-requin-debat-lannulation-de-dette-detenu-bc/00095510



Le directeur général de l'Agence France Trésor, Anthony Requin, lors d'une audition à la commission des finances de l'Assemblée nationale, le 17 juin 2015. HAMILTON/REA

?

Entretien

12/02/2021

Anthony Requin Directeur général de l'Agence France Trésor

Il ne se passe pas un jour sans qu'on parle d'elle. La dette publique fait l'objet d'un débat passionnant, et parfois passionné, entre économistes. Le discours catastrophiste des années 2010-2011 a marqué les esprits, si bien que la situation actuelle a pu surprendre plus d'un quidam : oui, la dette a largement franchi la barre des 100 % du PIB, mais, non, la France n'est pas en faillite pour autant.

Anthony Requin est bien placé pour le savoir, en tant que directeur général de l'Agence France Trésor (AFT), il est le garant de la crédibilité financière de l'Etat. Créée il y a tout juste vingt ans, le 8 février 2001, l'AFT est en effet responsable des opérations d'émission de dette publique sur les marchés de capitaux.

Après un bref voyage dans le temps, où nous avons rappelé les méthodes d'endettement d'après-guerre puis la financiarisation des années 1980, *Alternatives Economiques* a voulu savoir, dans ce troisième et dernier volet de notre série sur l'histoire de la dette, dans quel climat l'AFT exécute sa tâche à l'heure du Covid.

Concrètement, comment l'Etat fait-il pour emprunter ?

Toutes les semaines ou tous les mois selon les produits, avec une régularité métronomique, l'AFT émet sur le marché des titres de différentes maturités, de douze semaines à 50 ans.

Le mode central pour réaliser ces opérations est l'adjudication, qui est une vente aux enchères (le marché « primaire »), qui se réalise entre l'AFT et une quinzaine d'établissements « spécialistes en valeurs du Trésors » (SVT), qui distribuent ensuite ces titres sur le marché dit « secondaire » auprès d'investisseurs finaux. Cette technique représente 90 % à 95 % du volume d'émissions. Ces « SVT » sont quinze grandes banques qui jouent en quelque sorte le rôle de « grossistes » de la dette française et dont le « label » est renouvelé tous les trois ans.

Plus rarement, d'une à trois opérations par an, essentiellement lors de la création de nouveaux titres à très long terme, nous procédons par syndication, une autre technique d'émission consistant à placer directement la dette auprès des investisseurs finaux. Elle est employée pour des opérations qui par leurs caractéristiques (innovation ou ampleur des variations de prix en cas d'évolution de taux) se prêtent moins bien à la technique de l'adjudication, notamment les emprunts à très long terme, 30 à 50 ans, et les produits plus spécifiques comme l'OAT (Obligation assimilable du Trésor) verte par exemple.

Vous étiez directeur général adjoint de l'AFT pendant la crise des *subprimes* et celle de la zone euro. Quelle différence avec l'actuelle ?

Durant la séquence 2008-2012, nous avons vécu deux crises différentes : d'abord une crise bancaire, puis une crise des dettes souveraines en zone euro. En apparence, le mouvement semble le même, mais ce n'était pas le cas.

La première a conduit à une montée de tensions financières chez des acteurs qui sont nos distributeurs, les SVT : certains disparaissent, d'autres se restructurent ou fusionnent. Nomura et Barclays reprennent une partie des activités de Lehman Brothers, Bank of America absorbe Merrill Lynch, Commerzbank absorbe Dresdner etc.

Au départ, le marché souverain ne subit pas de choc immédiat. Mais cette crise bancaire se traduit rapidement par une récession de grande ampleur qui naturellement affecte les comptes publics. Durant toute cette phase, le volume des émissions augmente selon un enchaînement assez comparable à celui des effets de la crise de 2020 : le besoin de financement de l'Etat s'accroît parce que les recettes fiscales ne sont pas au niveau prévu et parce que celui-ci doit mettre en œuvre des plans de soutien, puis des plans de relance de l'économie.

En revanche, en 2010-2011, le choc de la crise des dettes souveraines était beaucoup plus vertigineux. L'euro a vacillé, il y avait des inquiétudes sur sa pérennité, c'était une crise existentielle. La capacité des Etats à se financer était alors en question : d'abord pour la Grèce puis, en l'absence de solidarité entre les membres de la zone euro, le Portugal,

l'Irlande, puis l'onde de choc se rapprochait dangereusement de l'Espagne et de l'Italie... Face à cet effet domino, on pouvait légitimement s'interroger : « notre tour viendra-t-il ? » Dans ces moments, nous étions beaucoup plus anxieux que l'année dernière.

Heureusement, la Banque centrale européenne (BCE) avait fini par réagir en lançant une série de mesures¹ afin de soutenir le système de financement européen, renforcées par le fameux discours à l'été 2012 du président de la BCE, Mario Draghi, lors duquel il a affirmé qu'il ferait « *tout ce qu'il faudra* » (« *whatever it takes* ») pour sauver l'euro. A partir de là, la crainte d'être confronté à une fermeture des marchés des capitaux, et donc de faire face à un mur de financement s'est éloignée.

En 2020 s'est produit ce que vous qualifiez de « tempête parfaite ». Que voulez-vous dire par là ?

La crise de 2020 au cours des mois de février-mars a fortement perturbé le bon fonctionnement des marchés, avec une forte hausse de la volatilité et chose extrêmement rare, à la fois les marchés actions et les marchés obligataires ont « dévissé », c'est-à-dire fortement baissé.

En plus, ces tensions se sont produites alors qu'on approchait d'une fin de trimestre, période où les banques ne sont pas prêtes à prendre de risques, ce qui a été probablement un élément accélérateur des évolutions de marché. Les canaux de financement habituels, et singulièrement les marchés de financement à court terme, étaient en train de se fermer.

« Nous appréhendions un peu la séance d'adjudication du 19 mars. Puis, l'avant-veille, la BCE a annoncé son plan d'urgence et les tensions sont tout de suite retombées »

Lorsque l'onde s'est propagée au point d'affecter l'actif sûr de référence : le bon du Trésor américain, la Fed a alors déclenché un « *whatever it takes* » à l'américaine le 17 mars, en annonçant être disposée à racheter des quantités illimitées de dette aux fins de stabilisation des marchés.

De notre côté à l'AFT, nous appréhendions un peu la séance d'adjudication du 19 mars, la première semaine du confinement et à quinze jours du passage de fin de trimestre, inquiets également de la capacité d'intermédiation de nos SVT. Puis, l'avant-veille, la BCE a annoncé son plan d'urgence et les tensions sont tout de suite retombées.

C'est la grande différence avec la période de 2010-2011. L'Europe a appris de l'expérience passée et a réagi avec plus de célérité et plus de vigueur. Cette fois, la BCE a réagi immédiatement pour apaiser les tensions, qui commençaient à gripper la mécanique des marchés de capitaux, et les Etats ont fait preuve d'un esprit de solidarité et de coordination à travers l'initiative franco-allemande qui s'est ensuite traduite par un plan de soutien européen.

Au bout du compte, combien avez-vous levé en 2020 et à quel taux moyen par rapport à l'année précédente, et combien avez-vous prévu en 2021 ?

Nous avons émis 205 milliards d'euros en 2019, à un taux moyen, pour les maturités de moyen et long terme, de 0,11 %. En 2020, pour un volume total de 260 milliards d'euros, nous sommes entrés en territoire négatif avec - 0,13 % pour le moyen-long terme et même - 0,30 % de coût global en comptant le court terme. Cette année, nous avons prévu d'emprunter le même montant.

Habituellement vos équipes rencontrent une centaine d'investisseurs par an à travers une quinzaine de pays. Comment avez-vous fait avec la pandémie et que leur dites-vous pour qu'ils gardent confiance en la crédibilité de la signature française dans cette période de fortes incertitudes ?

2020 marque une rupture dans la nature, la fréquence et le mode de liens que nous entretenons avec les investisseurs. Nous n'avons pas pu faire de rencontres classiques, de face-à-face en présentiel.

« En 2020, nous avons émis pour un volume total de 260 milliards d'euros et nous sommes entrés en territoire négatif avec un taux moyen global de - 0,30 % »

A partir de septembre, nous avons commencé à développer des rencontres virtuelles, bien que moins évidentes à réaliser avec les décalages horaires.

Concernant la nature des échanges, à aucun moment les investisseurs ne se sont montrés particulièrement inquiets sur la signature française. La France n'est pas plus mal placée que les autres Etats au regard de cette crise qui affecte l'ensemble du monde.

Etant donné l'importance du choc sanitaire, nous avons dû compléter notre présentation habituelle, centrée sur la description de la situation macro-économique et des finances publiques, avec diverses informations relatives à l'évolution de la crise sanitaire dans notre pays. Cela, de sorte à leur fournir des éléments de comparaison avec les autres pays et d'illustrer la manière dont le choc sanitaire se développait en France, comment le parer, et quelle était la réaction de l'appareil productif.

Le Premier ministre a mis en place une commission, présidée par l'ex-ministre des Finances Jean Arthuis, chargée de proposer des scénarios de retour à l'équilibre des comptes publics. N'est-ce pas prématuré alors que l'évolution de la situation sanitaire est imprédictible et qu'elle pèse toujours sur l'économie ?

Les investisseurs, eux, ne trouvent pas cela étrange. Quand ils achètent une obligation à 10, 30 ou 50 ans, ils veulent savoir pour le dire trivialement dans quoi ils s'embarquent.

Bien évidemment, ils ont conscience que le choc de la Covid affecte encore l'économie à court terme. Par contre ils veulent savoir quelle est notre boussole et vers où l'Etat se dirige : comment, une fois la crise passée, l'Etat va gérer ce supplément de dette. Il est essentiel de leur donner de la visibilité pour les rassurer.

L'idée est de donner une projection sur la décennie, les investisseurs ne s'attendent pas à ce que le gouvernement mette en œuvre une politique d'austérité ni dans l'immédiat, ni à brève échéance, mais ils souhaitent savoir comment à moyen terme les comptes publics seront maîtrisés, ce qui est une des conditions de la soutenabilité de la dette publique.

L'économie tourne en dessous de son potentiel, cet écart va prendre du temps à se résorber, donc tendanciellement nos recettes fiscales vont être en décalage par rapport aux scénarii qui préexistaient à la crise. Il est pour eux essentiel que l'Etat indique comment il compte restaurer l'équilibre de ses finances à l'horizon cinq, dix ans. Selon la géographie des investisseurs, certains sont plus attentifs à ces notions que d'autres, en particulier ceux d'Europe du Nord, allemands et néerlandais notamment.

Le débat monte sur l'annulation de la dette, notamment avec [cette pétition signée par une centaine d'économistes, dont Thomas Piketty, et publiée dans plusieurs journaux européens](#). Nul doute qu'il fera partie des thèmes de la présidentielle en France. Les investisseurs vous interrogent-ils sur ce sujet ?

Ce débat est dangereux et potentiellement explosif. L'engagement de l'Etat à honorer sa signature est une valeur cardinale et cet engagement est respecté depuis deux cent vingt-quatre ans. La France a l'un des plus beaux historiques de crédit du monde occidental, et c'est pour cela d'ailleurs que les investisseurs nous font confiance. Instiller ne serait-ce que l'idée qu'on pourrait faire défaut sur tout ou partie de la dette est de nature à saper la confiance des investisseurs.

Il ne faut pas croire qu'il s'agit nécessairement de gens lointains. L'épargne des Français sur les placements réglementés type livrets A ou livret de développement durable et solidaire (LDDS) est investie en partie dans la dette de l'Etat.

« La France a l'un des plus beaux historiques de crédit du monde occidental, et c'est pour cela d'ailleurs que les investisseurs nous font confiance »

Qu'il puisse y avoir un débat public et économique, et que de temps à autre on souhaite se repencher sur ces questions et sur le bien-fondé des réponses qui y ont été apportées jusqu'à ce jour, pourquoi pas ? Cela aura la vertu de faire redécouvrir pourquoi il est primordial pour un Etat d'honorer sa signature et ses engagements.

Un simple exemple : en l'état actuel des finances publiques (en mettant de côté les charges d'intérêts de la dette puisqu'en cas de défaut cette charge disparaîtrait), l'écart entre les recettes et les dépenses de l'Etat s'établit à 136 milliards d'euros ; si on ne peut plus s'appuyer sur la profondeur des marchés financiers et si l'on perd cette capacité d'emprunt qui est le corollaire du défaut sur sa signature, on devrait égaliser sur le champ les dépenses et les recettes, c'est-à-dire mettre en place une politique d'austérité extrêmement amère, représentant l'équivalent de 6,5 points de PIB sur une seule année ! Avec des questions très dérangelantes à la clef : dans quelles dépenses publiques immédiatement couper ?

Une fois qu'on a pris conscience du vertige de cet abîme, on se dit qu'il vaut mieux profiter de ce que nous offre la qualité de notre signature souveraine sur les marchés : la capacité d'emprunter pour lisser les effets d'un choc économique sur nos concitoyens en attendant de gérer sur la durée la mise en place des politiques publiques qui permettront de remettre graduellement les comptes à l'équilibre.

La proposition consiste plus à ce que la BCE, à travers elle la Banque de France, abandonne ses créances plutôt que l'Etat français fasse défaut.

Le ver est dans le fruit. Le crédit de l'Etat et la qualité de sa signature doivent être insoupçonnables. Sinon tôt ou tard, les épargnants se demanderont s'ils ne seront pas les prochains à faire l'objet d'une remise en cause des engagements pris par l'Etat. Car je vous rappelle que ce à quoi vous faites référence n'est ni plus ni moins la remise en cause des engagements internationaux pris par la France en 1993 et validé par référendum par le peuple français, à savoir les modalités d'adhésion à la monnaie unique, l'euro, et les fondements du traité de Maastricht.

En outre, le débat sur l'annulation de la dette détenue par la banque centrale est contreproductif. Une telle annulation est non seulement illégale au regard du traité européen, mais elle pourrait conduire à une hausse prématurée des taux d'intérêt, refermant ainsi la fenêtre d'action budgétaire qui est offerte par les programmes de soutien de la BCE. Même initialement limitée aux titres détenus par l'Eurosystème, l'annulation de la dette pourrait en effet remettre en cause la perception du crédit de l'Etat par les investisseurs, augmentant leur exigence de rémunération attendue sur les titres.

Or, l'effet sur la charge d'intérêt d'un choc de 100 points de base (une hausse de 1 point de pourcentage) représente un surcoût annuel de l'ordre de 15 milliards d'euros à horizon de cinq ans, à comparer à une charge d'intérêt budgétaire de 36,2 milliards d'euros en 2020.

Sans préjuger de l'ampleur de ce renchérissement qui résulterait de la dégradation du crédit de la France, il paraîtrait donc pour le moins hasardeux de franchir un pas dans l'inconnu pour un hypothétique gain financier, de surcroît très faible, voire virtuel. En effet, seuls 20 % de la dette publique française sont détenus par l'Eurosystème, et surtout les intérêts versés sur les titres nous reviennent ensuite sous forme de dividendes !

Une façon de se protéger contre une éventuelle remontée des taux est d'emprunter à plus long terme. Vous avez récemment réussi à émettre un titre à 50 ans au taux record de 0,59 %. Dans le bulletin mensuel de janvier de l'AFT vous indiquez que « l'appétit [des investisseurs] est établi ». Allez-vous chercher à en émettre davantage ?

Nous sommes constants dans notre approche de la politique d'émission de la dette de l'Etat. Depuis la création de l'Agence, il y a vingt ans, notre stratégie reste la même : servir la demande là où elle se manifeste, pour bénéficier des meilleures conditions d'emprunt pour le contribuable français.

Au cours de ces dernières années, nous avons déjà allongé la maturité de la dette, celle-ci étant progressivement passée de six et demie à plus de huit années. Ce qui est en soi remarquable, car l'effet du vieillissement progressif du stock, crée un vent contraire à cette dynamique.

« Nous accompagnons la volonté des investisseurs de rallonger la maturité de leur portefeuille, c'est d'eux que vient le mouvement »

Nous accompagnons la volonté des investisseurs de rallonger la maturité de leur portefeuille, c'est d'eux que vient le mouvement. Aujourd'hui, dans le contexte de faible niveau des taux d'intérêts, ils sont à la recherche d'obligations de maturités un peu plus longues pour pouvoir trouver des niveaux de rendement un peu supérieur à ce que leur offrait précédemment la maturité des titres qu'ils avaient coutume d'acheter.

Le lancement du programme de rachats de titres par la BCE, le « quantitative easing », en 2015² a vraiment changé la donne. Les titres émis depuis ont en moyenne une maturité de trois ans plus longue (onze ans et demi contre huit et demi auparavant). Cette tendance s'observe depuis quelques années déjà.

Ce mouvement de recherche des investisseurs, nous l'accompagnons mais prenons garde de ne pas le forcer, car il importe de préserver les conditions d'un équilibre de marché sur chaque segment de courbe³. On ne peut vendre que si des investisseurs sont prêts à acheter. Or, la profondeur de marché, en particulier pour le segment de maturité au-delà de 30 ans, n'est pas infinie et la France y dispose déjà d'une « part de marché » conséquente en zone euro, avec plus de 40 % des titres émis.

Aujourd'hui la profondeur de marché à très long terme n'est pas suffisante pour allonger sensiblement notre maturité moyenne. De plus, rien ne dit que cette stratégie d'allongement de la maturité serait gagnante sur un plan financier, puisque cela reviendrait à prendre une position spéculative sur l'évolution des taux, position qui peut être gagnante ou perdante.

Ce qui est certain en revanche, c'est qu'allonger la maturité de la dette en émettant à plus long terme, représente un coût immédiat pour les finances publiques. En effet, les taux sont plus élevés à plus long terme, et ce d'autant plus qu'on forcerait une émission à long terme en dehors d'une demande naturelle des investisseurs.

La durée moyenne de la dette du Royaume-Uni est de 18 ans. Comment expliquer un tel écart avec celle de la France ?

Le marché de la dette de très long terme repose pour l'essentiel sur les fonds de pension. Dans cet univers, les acteurs sont en mesure de se projeter très loin parce qu'ils devront servir des épargnants qui seront à la retraite dans plusieurs décennies. Ils ont donc des passifs très longs auxquels ils souhaitent naturellement adosser des actifs très longs.

En France, du fait de l'organisation de notre système de retraite, qui repose sur la répartition, ce marché reste peu développé, l'encours des plans épargne retraite est d'à peine deux à trois cents milliards d'euros. L'épargne financière française est pour

l'essentiel localisée dans des encours d'assurance vie, avec comme conséquence que les engagements des assureurs sont beaucoup moins longs, la maturité de leurs portefeuilles ne dépasse pas pour l'essentiel 10 à 12 ans.

Cela n'a rien à voir avec le Royaume-Uni, dont le système de retraite est fondé sur les fonds de pension, dont l'encours sous gestion pèse autant que l'ensemble de ceux de la zone euro. Fin 2018, les fonds Britanniques géraient des encours en livres sterling, équivalent à 1 800 milliards d'euros. En Europe, les fonds néerlandais géraient 1 400 milliards, suivis des allemands avec 200 milliards, puis 100 milliards en Italie et le reste est microscopique.

Le Trésor britannique a donc une meilleure capacité à rencontrer une demande pour des titres obligataires de très longue durée. J'observe pour autant, qu'il n'emprunte pas à plus de 50 ans, comme l'AFT.

L'émission de l'OAT 50 ans fin janvier était la quatrième création de ce type de produit. La première avait eu lieu en 2005, nous étions alors les pionniers en Europe, la seconde a eu lieu en 2010. Suite à la troisième en 2016, d'autres pays ont commencé à nous rejoindre sur ce segment des titres ultra-long, notamment la Belgique, l'Espagne, l'Italie, l'Autriche. Nous sommes donc plusieurs Etats à nous partager un segment de marché en euro de la même taille que celui sur lequel le Trésor britannique se trouve seul en livre sterling.

- 1. La BCE a mis en place notamment des opérations de refinancement de long terme (LTRO), et un programme sur le marché des titres (Securities market program, SMP) remplacé ensuite par des opérations monétaires sur titres (Outright monetary transactions, OMT).
- 2. A partir de mars 2015, la BCE, via les banques centrales nationales de la zone euro, rachète chaque mois sur le marché de l'occasion de la dette plusieurs dizaines de milliards d'euros de titres des Etats membres.
- 3. Comme Anthony Requin l'a précisé plus haut, l'AFT émet des emprunts d'une maturité allant de douze semaines à 50 ans, à chacune d'elle correspondant un taux d'intérêt qui, normalement, croît avec le temps. En effet, plus l'emprunt est long, plus l'investisseur bloque sa mise et plus il prend un risque, c'est pourquoi il demande généralement un taux d'intérêt plus élevé. Ainsi, à mesure que l'on se déplace sur la courbe, plus la maturité est longue, plus le taux est, en théorie, élevé. Pour en savoir plus : [Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur « l'inversion de la courbe des taux »](#).

Propos recueillis par Jean-Christophe Catalan