

Ainsi s'envole la dette française

di Benoît Hopquin

D'abord, des chiffres, des zéros jusqu'au vertige. Le déficit du budget atteindra 115 milliards d'euros en 2009. La dette de l'Etat accumulée au fil des ans totalise 1 140 milliards et, en y agglomérant les collectivités territoriales et la Sécurité sociale, la dette publique dépasse 1 400 milliards. Aux étroits d'esprit et de bourse, à ceux pour qui l'infini commence au million, c'est là 22 000 euros par Français. A cette aune, les 35 milliards du grand emprunt, dont Nicolas Sarkozy doit confirmer les modalités, début décembre, semblerait presque une peccadille.

Ainsi file la dette française. Alors, le pays emprunte, toujours plus. Il lance, semaines après semaine, de nouvelles adjudications de titres, sous forme de bons du Trésor, à court et moyen terme, ou d'obligations, à plus long terme. Pierre Trébault, un banquier de Barclays, résume l'explosion : " Les adjudications françaises sont du même montant qu'avant 2000. Simplement, l'euro a remplacé le franc. " Cet ancien de la Caisse des dépôts se souvient que, en 1989, une émission d'obligations à hauteur de 4 milliards de francs (soit 610 millions d'euros) paraissait conséquente. Aujourd'hui, la taille moyenne est plutôt de 8 à 10 milliards d'euros.

Le particulier est dépassé par de tels montants. Enterrée aux côtés de son mari, la veuve de Carpentras dormant sur un matelas de " rente Pinay ". Exit le souscripteur des emprunts Giscard ou Barre, par parenthèse le dernier premier ministre à avoir soumis un budget en équilibre. Suranné même l'emprunt Balladur, lancé en 1993, quand Nicolas Sarkozy était ministre du budget. Les petits épargnants jouent désormais un rôle marginal dans le système, au travers des sicav obligataires que les conseillers bancaires recommandent parfois aux bons pères de famille.

Pour suivre la boulimie de la France et des autres pays, il n'est désormais que le " marché ", cet insondable puits d'argent. Le marché, sacro-saint ou immoral, c'est selon. " Nicolas Sarkozy et les politiques fustigent les traders auprès de l'opinion publique, mais ils oublient de dire que c'est nous qui écoupons la dette française et permettons de boucler les fins de mois du pays ", note un banquier " diabolisé ".

A mesure qu'il en augmentait l'usage, jusqu'à la dépendance, l'Etat a professionnalisé sa pratique des emprunts. " La dématérialisation de la dette date de 1984 ", explique Alexandre Gautier, directeur des opérations postmarché de la Banque de France. Aux oubliettes, donc, les parchemins enluminés, dont le rentier détachait régulièrement un coupon pour s'en aller l'encaisser. Même si on évoque toujours dans le jargon des papiers, les titres sont aujourd'hui abstraits : chaque bon ou obligation a une valeur nominale de 1 euro, avec paiement des intérêts en général sur une base mensuelle.

Au milieu des années 1980, ont été créés trois types de titres surtout connus par leurs sigles : les bons du Trésor à taux fixe (BTF), émis à court terme (moins d'un an) ; les bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN) et les obligations assimilables du Trésor (OAT), lancés à moyen et long terme. Ces produits sont également devenus " liquides ", c'est-à-dire qu'ils peuvent se vendre et s'acheter facilement en deuxième main.

Ce marché des obligations est dix à quinze fois plus gros que celui des actions. Les cotes montent et descendent, jusqu'à l'échéance, dans un yo-yo classique. Il est donc possible de spéculer. " Mais le

bénéfice ou la perte sont de l'ordre de moins du centime par obligation ", tempore Raoul Salomon, managing director (titre hélas ! intraduisible) de Barclays. On est loin des paris fous, des fortunes faites et défaites sur un coup de dés, vécus avec d'autres outils financiers.

En même temps que ses besoins devenaient exponentiels, la France a développé la structure chargée de lancer les emprunts. En 2001, a été créée l'Agence France Trésor (AFT), forte de 36 personnes. Elle est installée dans une aile de Bercy, au bout d'un interminable couloir, derrière une porte sécurisée. C'est une sorte d'Etat dans l'Etat, avec son propre système informatique, découplé par prudence de celui du ministère des finances. Dans un open space assez spartiate, opérateurs de marché, modélisateurs, responsables des comptes du Trésor veillent.

" L'Etat est le plus gros gestionnaire de flux monétaires du pays, explique Philippe Mills, le directeur général de l'AFT. Nous pilotons un énorme paquebot. " Le calendrier des adjudications est ponctué d'immuables rendez-vous : BTF, tous les lundis à 14 h 50 ; OAT, les premiers jeudis du mois à 10 h 50 ; BTAN, les troisièmes jeudis du mois à 10 h 50.

" Notre procédure est rigoureuse, organisée, transparente ", assure Philippe Mills. Les adjudications se font sous forme d'enchères. Dix-huit banques, baptisées SVT (spécialistes en valeurs du Trésor), ont seules accès à cet encan. Un gage de respectabilité. " Etre SVT est une clé de notre politique vis-à-vis de notre clientèle française comme internationale ", explique Loïc Guilloux, managing director de Bank of America-Merrill Lynch.

En échange de ce ticket d'entrée prioritaire, les impétrants s'engagent à participer à toutes les enchères. Un classement des SVT est établi par le ministère des finances, afin d'encourager la compétition. Certaines banques sont sorties du jeu, quand elles manquent d'implication ou... pour cause de faillite, comme ce fut le cas pour Lehman Brothers en 2008.

Huit jours avant les enchères, les représentants des banques se rendent à l'AFT et font une évaluation des appétits du marché. L'Agence arbitre ensuite entre ses besoins et ces demandes. Sont alors proposés trois ou quatre types d'emprunts, avec des taux d'intérêt et des échéances différentes. " Nous ne sommes pas là pour battre le marché, explique Philippe Mills. Nous avons une relation de long terme avec eux, pour inspirer confiance, ce qui contribue à minimiser la charge de la dette. "

Les SVT achètent pour leur compte ou pour celui de clients. En face de Bercy, de l'autre côté de la Seine, dans la salle des marchés de Natixis, Guillaume Couzineau, responsable du " trading taux et change ", identifie trois types d'acheteurs d'emprunts. Les institutions financières qui les utilisent comme une couverture, une manière de consolider leur bilan : " Elles recherchent, en supplément du rendement, la marge de crédit qui leur permettra d'acheter des dettes plus risquées. " Les compagnies d'assurances et les gestionnaires de fonds de pension qui achètent les titres pour les conserver et payer les assurés et futurs retraités. Enfin, les " hedge funds ou assimilés ", qui jouent sur le marché obligataire, achètent, revendent, " se dessaisissent d'un papier A pour un papier B ", en fonction des cours.

Les emprunts français circulent dans le monde entier. Leurs détenteurs se répartissent en trois tiers à peu près égaux, entre la France, le reste de la zone euro et la zone dollar. " Mais il ne faut pas en conclure que la France est vendue à des étrangers comme je l'entends parfois dans des discours simplistes ", tempère un expert. Les obligations sont des emprunts et non des actions (c'est-à-dire des parts sociales) de la maison France. En outre, explique Philippe Mills, " on ne peut pas demander le remboursement anticipé d'une obligation. Il n'y a donc aucune pression possible sur le pays du détenteur obligataire ".

La France est en concurrence avec les autres pays qui empruntent, appelés aussi " émetteurs souverains ". Philippe Mills doit donc jouer les " VRP de la dette ". Une ou deux fois par mois, il participe à des " road shows ", en fait des tournées de promotion, à Tokyo, Londres, New York ou Riyad. Il y vante les emprunts " made in France ". Ancien responsable de l'AFT, Benoît Coeuré a, de la même manière, sillonné le monde, entre 2002 et 2007. Il se souvient avoir vanté notre grand et beau pays à des investisseurs chinois, russes, américains, assis sur leurs milliards, avoir loué Airbus ou le TGV, s'être entendu répondre grèves et manifs...

Les errances spéculatives et le crash des places boursières en 2008 ont renforcé l'attrait des emprunts français. " La crise a provoqué une grande aversion pour le risque et donc un regain d'intérêt pour les obligations d'Etat ", explique André Sanchez, responsable du " trading obligations d'Etats et inflation " à Natixis. " Il y a beaucoup de liquidités, notamment dans les pays émergents, à la recherche d'actifs sans risque ", confirme à la Banque de France Alexandre Gautier.

Ce fut donc la ruée sur ces titres solides, pérennes, à taux fixes, communément appelés des " vanilles ". " Les investisseurs réclament notre papier ", constate Anthony Requin, le directeur général adjoint de l'AFT. Dès lors, selon l'incoercible règle de l'offre et de la demande, le pays trouve preneurs à des taux d'intérêt moins élevés qu'auparavant. Une (relative) bonne affaire pour le contribuable.

Mais, afin de rester " glamour ", selon l'expression d'un interlocuteur, la France doit en permanence inventer de nouveaux produits. Elle a souvent été championne de l'innovation... en matière d'emprunt. Elle fut la première à lancer des obligations d'une durée de trente ans, en 1989. En 2005, un changement de législation imposant aux fonds de pension une couverture à très long terme, des banques suggérèrent même à l'AFT de lancer des obligations à cinquante ans.

Alors à la tête de l'Agence, Benoît Coeuré se souvient avoir hésité : cinquante ans, n'était-ce pas engager les générations futures ? Lourde responsabilité. Il demanda donc un aval politique, l'obtint. Prudemment, l'AFT lança un produit à échéance 2055, taux d'intérêt de 4 %, pour une " petite " taille, 2 à 3 milliards. Elle ouvrit un livre d'ordre où les banques inscrivirent leurs demandes. " Moins de deux jours plus tard, elles atteignaient déjà 19,5 milliards d'euros ", se souvient Benoît Coeuré. L'AFT trancha pour 6 milliards. En souvenir de cette réussite, une plaque commémorative trône dans la salle d'attente de l'AFT. D'autres pays ont depuis emboîté le pas.

Au-delà du discours politique et médiatique sur son déclin, la France reste donc une valeur sûre du marché obligataire, une " signature ". Elle n'a jamais manqué un remboursement depuis la banqueroute des deux tiers, en 1797 ! " Nous faisons partie des Etats les mieux évalués ", explique Philippe Mills.

Pour jauger cette solidité, les acheteurs d'emprunts se fient notamment aux agences de notation. Yann Le Pallec est responsable pour l'Europe du service de notation des pays chez Standard & Poor's, un des trois grands du secteur. " Nous donnons une opinion sur la capacité et le bon vouloir des emprunteurs à payer leur dette, en temps et en heure, explique-t-il. Pour les émetteurs souverains, cet aspect du bon vouloir est plus important que pour les autres types d'émetteurs. Les défauts de paiement des pays sont, dans la plupart des cas, liés à des impératifs plus politiques que financiers. "

Le spécialiste du secteur admet volontiers que ces notes " ordonnent la relativité ". Mais le jugement s'appuie sur des facteurs objectifs. Avantage reconnu à la France, " une économie diversifiée, tournée vers l'exportation ", " un secteur privé moins endetté " que celui de certains

voisins. Le pays est ainsi noté AAA " stable ". Le pays est, qualitativement, deuxième de la zone euro, derrière l'Allemagne.

Les agences de notation se soucient cependant de son inquiétante dépendance à la dette. A court terme, c'est sans conséquence : " Le volume de liquidités est tel actuellement sur le marché qu'elle trouvera toujours à se financer ", constate Yann Le Pallec. " La France garde un ratio dette sur PIB convenable, de l'ordre de 80 % à l'horizon 2010, note Loïc Guilloux. Mais il ne faut pas qu'elle aille trop au-delà. " Sans quoi, le doute sur sa capacité à honorer les échéances pourrait s'installer. Le poste dédié à la charge de la dette n'est-il pas déjà le troisième du budget.

Les emprunts français trouveront-ils toujours preneurs ? " Nous n'avons jamais eu tout au long de 2009 la moindre difficulté pour nous financer ", assure Philippe Mills, avant d'ajouter avec la prudence d'un communiqué : " Cela ne préjuge naturellement pas de la situation que nous rencontrerons en 2010. Il faudra être attentif à la manière dont les marchés réagiront aux premiers signes de normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. Cela dit je reste optimiste quant à la demande qui nous sera adressée. "

" Il y aura toujours des acheteurs mais à quel prix ? ", résume Raoul Salomon, de Barclays. " Plus une dette est à risque, plus elle doit offrir un rendement attractif ", renchérit André Sanchez, de Natixis. A l'exemple de la Grèce, bonne dernière de la zone euro, qui doit proposer des taux supérieurs de 1 % à 3 % à ceux de la France pour attirer le chaland. " Si nous avons gardé le franc, nous aurions souffert et sans doute déjà dû augmenter nos taux, estime Loïc Guilloux. L'euro a été une source de stabilité et de taux bas pour la France. "

Les besoins de financement de la plupart des pays sont tels aujourd'hui qu'on voit sans cesse apparaître sur le marché obligataire des nouveaux produits. La France a ainsi émis des titres à taux variables ou indexés sur l'inflation du pays. Depuis 2003, l'AFT est même autorisée à émettre des emprunts dans des monnaies étrangères, sous condition.

Apparaissent ailleurs des obligations encore plus complexes et risquées, avec des taux calculés sur des évolutions de taux de change entre deux monnaies. Ces titres ont souvent l'avantage, non négligeable pour un élu, de différer de plusieurs années le remboursement des intérêts. Des produits de ce type ont été vendus au début des années 2000 aux collectivités locales. Les taux d'intérêt menacent aujourd'hui ces emprunteurs d'asphyxie.

Certaines banques et certains hommes politiques ont déjà suggéré à l'Etat ce type d'emprunts acrobatiques. Benoît Coeuré se souvient qu'on taxait l'Agence de prudence excessive, il y a quelques années, quand elle refusait cette tentation. D'autres pays, jusqu'en Europe, n'ont pas eu ces pudeurs de nonnes. Une crise type subprimes est envisagée par les observateurs les plus pessimistes.

Et puis, surtout, il y a ce compteur qui tourne, s'emballe, cette dette qui enfle, enfle sans limite. " Il serait vertueux de diminuer la dette ", estime Loïc Guilloux. Un autre expert ne dissimule pas son inquiétude : " Nous mangeons actuellement notre pain blanc. " A crédit. p

Benoît Hopquin