

LE MENSUEL DE LA FONDATION iFRAP

SOCIÉTÉ CIVILE

Enquêter pour réformer N°221

LA FRANCE VA ENCORE EMPRUNTER 400 Mds € EN 2021

Mars 2021 - 8 €



FONDATION POUR LA RECHERCHE
SUR LES ADMINISTRATIONS ET
LES POLITIQUES PUBLIQUES

La France va encore emprunter 400 Mds€ en 2021

9

La crise du Covid-19 a occasionné une augmentation très importante de l'endettement public, spécifiquement en France. En 2020, il représente 115,7% du PIB. Et cette trajectoire va se poursuivre malheureusement : en 2021, 122,4% du PIB, 128% d'ici 2030 à politique inchangée d'après la commission Arthuis (avec une croissance à 1,5% en moyenne).

Le volume des émissions de dette publique toutes administrations confondues sera de près de 400 milliards d'euros en 2021 selon nos estimations. Ce qui représente un appel aux marchés financiers et aux banques, considérable. Rien que pour l'Etat nous aurons besoin d'emprunter plus de 260 milliards d'euros (net des rachats de dette) à moyen et long terme et sans doute 290 milliards en termes d'émissions brutes (y compris les rachats anticipés de dette). D'ailleurs cette politique de rachats pourrait s'intensifier afin de passer le mur des 178 milliards de dettes anciennes (hors crise) qui devront être refinancés en 2023.

Cette augmentation inédite de l'endettement public pourrait fragiliser la crédibilité de la France au sein de la zone euro, même si c'est davantage l'évolution de la trajectoire de nos finances publiques qui pourrait y contribuer. Elle se surajoute à une dette non résorbée lors de la phase de croissance précédente.

D'ailleurs la valeur nette patrimoniale publique fond comme neige au soleil. Elle ne représente plus que 167 milliards d'euros en 2020 alors qu'elle représentait 796 milliards en 2010. Un chiffre qui montre bien à quel point le financement à crédit des dépenses d'exploitation se substitue aux investissements.

Par ailleurs, la France dispose d'une dette fortement internationalisée à raison de la qualité de son crédit. Sa dette négociable est aujourd'hui détenue à 51,3% par des non-résidents ; 25% sont hors zone euro. En particulier, des banques centrales étrangères (et notamment asiatiques) surtout dans le cadre de la gestion de leurs réserves de change internationales. Cela pose question en matière d'indépendance nationale.

Notre dette a aussi une maturité plus faible que celle de certains pays comme la Belgique, l'Irlande ou le Royaume-Uni, qui disposent soit de programmes de financement modestes (30 à 40 milliards d'euros) ce qui leur confère une plus grande latitude pour refixer la maturité de leur dette par rapport à l'épargne disponible en zone euro ou de fonds de pension investissant à très long terme (30 ans et plus). Bien qu'aucun impératif ne se pose aujourd'hui, un dilemme pourrait survenir en cas de remontée violente des taux d'intérêt ou d'un choc inflationniste : augmenter la détention domestique ou augmenter la maturité moyenne. Un dilemme dont on ne peut sortir favorablement que par la mise en place d'une politique de désendettement.

Ces contraintes importantes sur nos finances publiques malgré la poursuite de la politique accommodante de la BCE se conjuguent au risque d'une reprise de l'inflation se communicant aux rendements obligataires. Une certitude, les taux bas de la BCE ne dureront pas éternellement. Déjà le Brésil, la Turquie et la Russie viennent de relever leurs propres taux directeurs. Par ailleurs d'autres pays développés suivent cette tendance comme la Norvège, tandis que le Japon commence à resserrer sa politique monétaire.

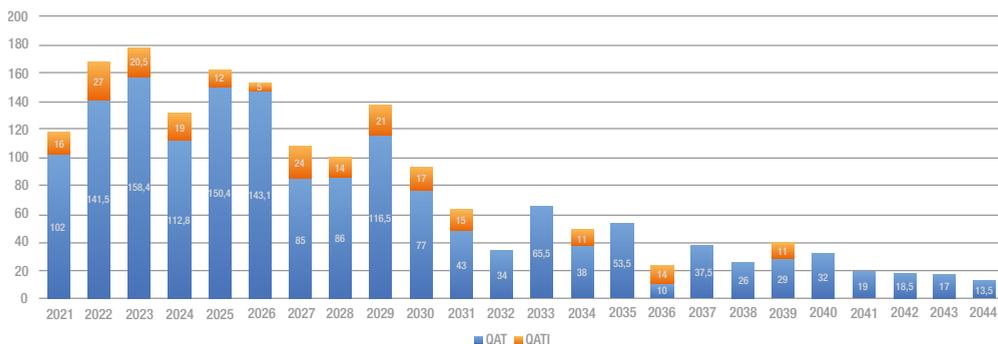
■ La Fondation iFRAP demande la publication des détenteurs de la dette française en % par pays ;

■ La Fondation iFRAP propose le cantonnement de la dette Covid, de relever la maturité de la dette française, et d'entamer des réformes structurelles permettant le désendettement.

LES ENJEUX DE LA DETTE FRANÇAISE

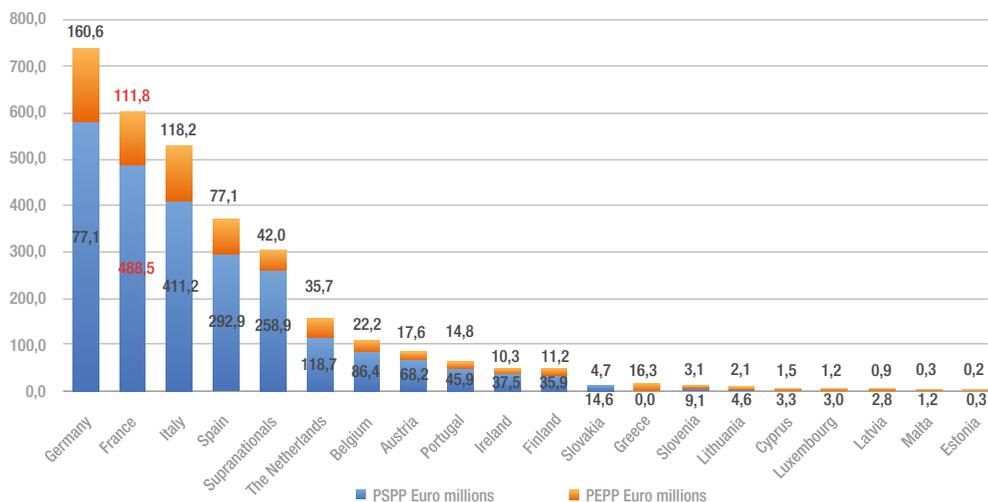
10

Échéance de la dette négociable de l'État à moyen et long terme au 31 décembre 2020 (Mds €)



Source : AFT, Bulletin, février 2021

Montants détenus par le système européen des banques centrales de titres publics (en Mds €, décembre 2020/janvier 2021)



Sources : BCE. Calculs Fondation iFRAP janvier 2021 - La Grèce sous assistance spécifique du FMI jusqu'à récemment (2018) n'a pas bénéficié du programme PSPP. Elle bénéficie en revanche du PEPP comme tous les autres États-membres.

I. FOCUS SUR LES 400 MILLIARDS D'ÉMISSIONS DE DETTES PUBLIQUES EN 2021

11

Les émissions globales de dettes publiques (financement des déficits et refinancement des lignes arrivant à échéance) sont rarement analysées lorsqu'il s'agit de prendre en compte l'ensemble des dettes des entités publiques (et pas seulement la dette de l'État). Cette question ainsi n'est ni abordée par la Cour des comptes dans son rapport au Parlement (janvier 2019) relatif à la dette des entités publiques, ni par l'Assemblée nationale dans son récent rapport d'information de Laurent Saint-Martin (juin 2020) relatif à la dette publique.

Pourtant cette question de la sollicitation des marchés est importante parce qu'elle doit permettre de savoir quelles sommes globales doivent être levées pour financer et « rouler » la dette publique française. Ces opérations rentrent nécessairement en concurrence avec celles des États étrangers¹, mais aussi avec la Commission européenne (qui dans le cadre du Plan de relance européen va devoir lever pour 750 milliards d'euros) dont les titres devraient avoir des caractéristiques très agressives : un taux français² pour un niveau de sécurité allemand. En bref, le meilleur des deux mondes. Nous évaluons les émissions françaises de dette à environ 400 milliards d'euros pour 2021, mais il s'agit d'un *minimum*.

On remarquera qu'à l'heure actuelle il n'existe pas de suivi des émissions par niveau d'administration publique au sens de la comptabilité nationale. On ne dispose pas de données pour les organismes divers d'administration centrale (indirectement via les opérateurs moyennant certains retraitements, mais on ne sait pas quel est le volume des nouvelles émissions annuelles), ni pour l'ensemble les administrations publiques locales, dont les organismes divers autres que la SGP (société du grand Paris) pour un montant d'environ 1 milliard), et encore moins pour les administrations de sécurité sociale.

Nous avons donc été réduits à rechercher les données afférentes pour les principaux postes. La décomposition serait la suivante : **■ S'agissant de l'État**, nous disposons du tableau récapitulatif des besoins et ressources de financement de l'État (synthétisé ci-après). De façon conservatrice, aux émissions nettes qui seraient pour la deuxième année consécutive estimées à 260 milliards d'euros, doivent se rajouter près de 30 milliards de rachats anticipés, calculés sur la base de ceux qui ont été pratiqués en exécution en 2020, soit 29,5 milliards d'euros³. **Au total, les émissions de dettes à moyen/long terme de l'État s'élèveraient à 290 milliards d'euros.**

■ 1. Voir sur l'internationalisation de la dette française détenue par les non-résidents, Banque de France, bulletin du 12/02/2021.

■ 2. Lors des premières émissions mais plus désormais puisque à partir de la maturité 10 ans les titres de l'UE cotent désormais sous le taux français

■ 3. Voir sur ce point le bulletin mensuel de janvier 2021 de l'Agence France Trésor, p.3.

Évaluation globale des émissions de dettes françaises pour 2021

Administrations	Titres émis	Émissions prévisionnelle 2021 (Mds €)
État	Obligations à moyen et long terme (OAT)	290*
État	Variation de bons à taux fixe (BTF)	19,5
Collectivités locales	Emprunts	17,5
Sécurité sociale	Emprunts à moins d'un an	65
Unedic	Emprunts	10
Total		402

Sources : LFI 2021, Banque Postale, Annexe 4 au PLFSS 2021, Unedic. * : 260 Mds € nets des rachats

Doivent s'y ajouter la variation nette de l'encours de titres d'État à court terme, soit +19,5 milliards d'euros, (une variable d'ajustement qui devrait être exécutée pour l'année 2020 à hauteur de 54,7 milliards d'euros).

■ S'agissant des collectivités territoriales : la Banque Postale offre en octobre 2020 une première analyse⁴ avec des emprunts nouveaux de l'ordre de 17,5 milliards d'euros. Nous proposons de reprendre ce chiffre pour l'année 2021 sans le modifier.

■ S'agissant de la Sécurité sociale, la crise

a conduit au vote d'un plafond d'endettement de l'ACOSS plusieurs fois modifié et fixé à 95 milliards d'euros en 2020 et reconduit à l'identique pour 2021. Sur ce champ, l'annexe n° 4 au PLFSS 2021 précise « le projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2021 propose de maintenir un plafond d'emprunt pour l'ACOSS à 95 milliards d'euros, qui offre une marge d'environ 20 Mds€ par rapport au point bas brut prévisionnel prévu en janvier 2021 ». On peut prévoir un niveau d'émission moyen de dette de maturité courte en 2021 d'environ

Besoins et ressources de financement de l'État

	Exécution 2017	Exécution 2018	Exécution 2019	PLFR IV 2020	Exécution 2020 provisoire	PLF 2021	LFI 2021
Besoin de financement							
Amortissement brut de la dette à moyen et long termes	143,2	147	175,8	136,1	165,6	128,1	148,3
Amortissement anticipé de la dette	28	30,4	45,6		29,5		30
Amortissement de la dette à moyen et long termes	115,2	116,6	130,2	136,1	136,1	128,1	118,3
Amortissement de la dette reprise de SNCF Réseau	0	0	0	2,2	2,2	1,3	1,3
Amortissement des autres dettes reprises	0	0	0	0	0	0	0
Déficit à financer	67,7	76	92,7	222,9	178,2	152,8	173,3
Autres besoins de trésorerie	0,2	- 0,6	- 2,4	0,4	0,4	0,1	0,1
Total	211	222,3	266	361,6	381,5	282,3	323
Ressources de financement							
Émissions brutes à moyen long termes	213	225,4	245,6		308		290
Émission de dette à moyen et long termes, nette des rachats	185	195	200	260	278,5	260	260
Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement	0	0	0	0	0	0	0
Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme	- 7,5	- 13,6	- 6	53,3	54,7	18,8	19,5
Variation des dépôts des correspondants	4,7	9,8	11,5	15	15	0	7
Variation des disponibilités du Trésor à la Banque de France et des placements de trésorerie de l'État	- 9,2	- 11,1	- 5,7	11	11	0	0
Autres ressources de trésorerie	10	11,8	20,6	22,3	22,3	3,5	6,5
Total	211	222,3	266	361,6	381,5	282,3	323

Sources : Cour des comptes et PLFR IV 2020, LFI 2021, article 93.II. Note de lecture : en rouge les chiffres putatifs pour l'exécution 2020. La particularité de ce tableau est de présenter les émissions brutes (selon la méthodologie de la Cour des comptes, RESF 2020) en sus de la présentation généralement admise et publiée qui est nette des rachats anticipés des « tombées » en n+1.

■ 4. Les finances locales en 2020, La Banque Postale.

65 milliards d'euros. Il s'agit d'un montant conservateur. Celui-ci ne préjuge toutefois pas des reprises de dettes prévues par la CADES dans le cadre de sa nouvelle stratégie d'amortissement des dettes sociales et hospitalières prévues par le PLFSS 2021⁵.

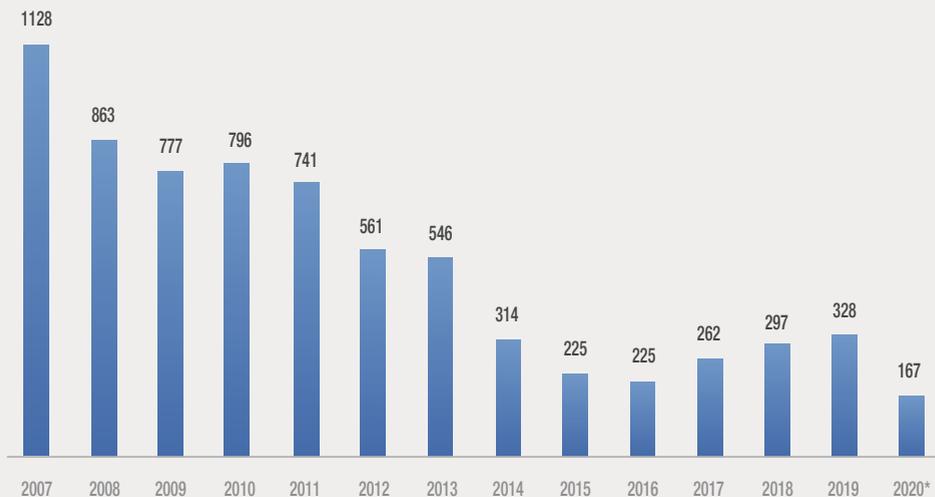
■ S'agissant du financement de la dette de l'Unedic : la politique d'émission de dette est précisée dans le rapport *sur les perspectives financières* d'octobre 2020⁶ : « L'État

donne aux émissions obligataires de l'Unedic la garantie explicite pour un montant défini. La garantie d'État sur l'année 2020 atteint 15 Mds€, et 10 Mds€ sont prévus pour 2021 pour couvrir le remboursement de titres obligataires arrivant à échéance ainsi que les besoins de financement de l'Assurance chômage. » Nous retiendrons donc un montant maximal de 10 milliards d'euros de « social bonds ».

Administrations : un patrimoine en baisse continue de 160 Mds € en 2020 et un endettement sur fonds propres qui explose

L'actif net résulte de la différence entre l'actif et le passif. Depuis 2007 l'actif net des administrations françaises (APU) ne cesse de baisser. Il était de 1128 Mds en 2007, les estimations le situent autour de 167 Mds en 2020 (source Insee), soit une division par 6,8.

Actif net des administrations publiques 2020 (en Mds €)



L'actif des administrations se partage en actifs non financiers non produits (les ressources naturelles : terrains, plan d'eau...), actifs non financiers produits (logements, bâtiments et ouvrages de génie civil, système d'arme...), actifs financiers (numéraire et dépôts, titres de créance, crédits...), l'actif total était en 2007 de 2 776 Mds, il est aujourd'hui d'environ 3 919 Mds, soit une augmentation de 37 %. Les variations des montants de l'actif d'une année sur l'autre sont

■ 5. CADES, la bonne poire pour récupérer les dettes publiques, www.ifrap.org.

■ 6. UNEDIC, prévisions financières, octobre 2020

liées aux flux (acquisitions, cessions, investissements...) et à la réévaluation de la valeur des biens détenus.

Le passif est par nature essentiellement financier. Il se compose de numéraire et dépôt, de titres de créance, de crédits... La valeur nette qui correspond à la valorisation du patrimoine résulte de la différence entre l'actif total et le passif financier.

L'endettement au sens de Maastricht représente près de 12 fois les fonds propres des APU. Le ratio a été multiplié par 10 depuis 2007.

La croissance de ce ratio montre aussi qu'une partie importante de la dette n'est pas liée aux seuls investissements publics et qu'environ 950 Mds de dette ont été utilisés pour combler les déficits d'exploitation. **En effet, si l'endettement avait été exclusivement utilisé à l'investissement alors l'actif non financier aurait cru au même rythme que le passif financier et le ratio serait resté stable.**

À ceci, doivent s'ajouter les engagements hors bilan des APU. Ces engagements comprennent notamment :

- les garanties ponctuelles de paiement par des tiers, puisque le paiement n'est requis qu'en cas de défaut de paiement de la part du débiteur ;
- les engagements de mise à disposition de fonds, mais sans qu'aucun actif financier n'existe avant que les fonds soient effectivement mis à disposition ;
- les droits à pension dans le cadre de régimes de pension d'employeurs à prestations définies sans constitution de réserves gérées par les administrations publiques ou de fonds de pension de la sécurité sociale. Une garantie est enregistrée dans le passif si et seulement si elle est mise en jeu et pour le montant appelé.

Les principaux engagements hors bilan de l'État sont retracés dans le compte général de l'État : ils s'élèvent à 4 495 milliards d'euros fin 2019. L'engagement relatif à la retraite des fonctionnaires civils de l'État et des militaires s'élève à 2 264 milliards d'euros et représente environ la moitié du total des principaux engagements hors bilan de l'État

À cet inventaire, il convient d'ajouter les prêts garantis par l'État (PGE). Sur la base d'un montant de PGE octroyé à la fin de l'année 2020 de 140 milliards d'euros et d'une modélisation réalisée par la Banque de France, les pertes brutes sont à ce stade estimées à 6,4 milliards d'euros sur l'ensemble de la période 2020-2026 (soit 4,6 % de l'encours total garanti). Le PGE a été complété par une garantie d'affacturage à la commande. Son impact budgétaire en 2021 est estimé à 57 millions d'euros. Il faut ajouter le fonds paneuropéen de garantie qui représente un plafond de garantie de 4,7 milliards d'euros pour la France.

Quatre produits de réassurance publique ont été mis en place en 2020 (CAP, CAP+, CAP Francexport et CAP Francexport +) pour permettre aux entreprises de continuer à bénéficier des couvertures assurantielles indispensables à la poursuite de leurs activités commerciales domestiques et à l'international. Financement des entreprises et industries du programme 114 pour les dispositifs CAP, CAP + et CAP relais. La garantie octroyée à l'UNEDIC (30 milliards d'euros)... Certes ces garanties ne représentent des charges réelles que si elles sont mises en œuvre mais elles ne sont couvertes par aucune recette. Elles représentent une épée de Damoclès sur la soutenabilité de la situation financière des APU.

II. AUGMENTER LA MATURITÉ DE LA DETTE FRANÇAISE : UNE IDÉE DE BON SENS MAIS CONTRAINTE

15

L'augmentation significative de la maturité moyenne de la dette française afin de lisser davantage ses contraintes de refinancement fait son chemin. Les déclarations se sont multipliées pour profiter des taux bas impulsés par la BCE. Cette approche a d'ailleurs été suivie par de nombreux pays européens. Seulement ne peut pas émettre des obligations à 50 ans et plus qui veut... Et pour avoir un effet sur la maturité moyenne des encours, les volumes à lever devraient être massifs. En termes financiers, cela veut

dire que la profondeur de marché n'est pas toujours assurée, ce qui limite la vitesse de reprofilage de la dette négociable de l'État.

La 3^e dimension de la courbe de taux français

Dans une audition récente devant la commission des finances du Sénat⁷, Anthony Requin, directeur de l'AFT (Agence France Trésor) a fait un développement spécifique s'agissant de l'allongement de la maturité moyenne de la dette française :

Audition d'Anthony Requin, directeur de l'Agence France Trésor

« Sur la maturité moyenne de la dette, en fait il faut bien avoir en tête que celle-ci est le reflet de l'habitus privilégié des investisseurs auxquels nous faisons face.

Un des sénateurs a mentionné que le Royaume-Uni avait une maturité moyenne de la dette double de celle de la France. Effectivement parce que le Royaume-Uni fait face à une structure d'épargne en livre sterling qui est alimentée en particulier par la constitution de fonds de pension, qui sont là pour gérer sur le long terme l'épargne des salariés pour pouvoir payer leurs retraites. Et ces fonds de pensions ont des engagements au passif qui sont d'une très grande durée et ils essaient de les faire correspondre à des actifs qui ont exactement la même durée. Donc cette structure de l'épargne britannique fait que le Trésor britannique est en mesure d'émettre sur des maturités plus longues que les autres pays de la zone euro.

Vous savez qu'en France nous n'avons pas de régime de retraite par capitalisation ou ils représentent juste quelques centaines de milliards d'euros. Alors qu'au Royaume-Uni c'est près de 1 400 milliards d'euros d'actifs sous gestion qui sont orientés vers la gestion de la retraite. 1 400 milliards d'euros c'est à peu près équivalent à ce qui existe pour tous les pays de la zone euro réunis.

Sauf que nous sommes plusieurs à être actifs sur ce marché de la dette à long terme. Vous avez mentionné cette opération réalisée récemment par l'AFT sur un emprunt à 50 ans, mais quelques semaines après vous avez la Belgique, vous avez l'Espagne, demain vous aurez certainement l'Autriche qui vont se positionner. Donc on est plusieurs à intervenir sur un segment de marché qui est équivalent à ce dont le Royaume-Uni dispose lui en termes d'épargne affectée.

Et donc la France, chaque fois qu'elle le peut, chaque fois qu'elle trouve des investisseurs pour le faire, n'hésite pas à émettre à des maturités longues, simplement il faut avoir en tête que la profondeur de marché pour ces points de courbe, elle, n'est pas infinie.

On a souvent tendance à regarder les marchés de taux simplement en deux dimensions qui sont la maturité sur l'axe des abscisses, et le taux d'intérêt sur l'axe des ordonnées, mais il y a une troisième dimension qui est très importante et qui est la profondeur de marché et elle n'est pas

■ 7. Audition du 10 février 2021, www.senat.fr.

équivalente dans chacun de ces points de courbe parce que l'épargne n'est pas investie de façon équivalente sur chacun de ces points.

Sur le segment 30 ans/50 ans, vous trouvez des fonds de pensions. Sur le segment 10-15 ans vous trouvez les assureurs-vie, sur le segment 5-10 ans, vous trouvez les banques centrales.

Donc à chaque fois pour nous il s'agit d'exploiter la demande naturelle qui s'exprime sur ces segments de marché.

Concrètement, le directeur de l'AFT admet que l'absence de fonds de pension en France aboutit à une certaine forme de stérilisation de l'épargne sur les maturités longues. Par ailleurs, plusieurs pays de la zone euro cherchent à reprofiler leur propre dette dont les Pays-Bas (cet objectif figure dans le rapport annuel 2021 de l'agence néerlandaise de la dette). Or les prêteurs longs sont peu nombreux. La France n'en dispose pas ou peu ce qui veut dire que les prêteurs sont surtout étrangers.

Le moment est propice puisqu'avec les taux négatifs pratiqués jusque dans les maturités longues, les prêteurs sont incités à chercher de la rentabilité sur des taux plus longs qu'à l'accoutumée, afin de retomber sur des taux positifs. Ce compartiment est d'autant plus circonscrit qu'il ne correspond pas au segment d'intervention des banques centrales (segment 5-10 ans). Dans ce cadre les banques centrales tout en poussant les investisseurs à augmenter leur appétence pour les maturités longues, incitent en même temps les états qui veulent écouler des montants importants à émettre sur des segments plus courts.

Comparaison de la maturité de la dette française et de la dette britannique

Les maturités moyennes résiduelles des encours de dette négociable sont livrées par le rapport trimestriel de l'AFME (Q3 décembre 2020⁸). On peut voir que les pays qui ont réalisé des émissions récentes à long voire très long terme disposent de la maturité moyenne jusqu'à échéance de leur encours de dette beaucoup plus longue que les autres pays européens. En particulier l'Irlande (30 ans environ), l'Autriche (17 ans), la Belgique

(15 ans), le Royaume-Uni (20 ans), etc.

Si l'on compare maintenant la maturité moyenne de la dette française et de la dette britannique, on constate qu'effectivement il existe une différence sensible⁹ :

Comme le relève, pour 2019, le rapport britannique relatif à l'endettement public, la maturité moyenne des encours de dette publique négociable (Gilt) est de 14,8 années, quand la maturité moyenne française ressort à 8,2 années¹⁰. S'agissant des échéances de la dette à moyen/long terme, la maturité maximale de la dette britannique est sensiblement proche de celle de la France. La maturité maximale en France était 2066 en 2019, contre 2072 pour la dette britannique. Cependant c'est le volume qui fait la différence.

Les maturités 2035-2056 sont beaucoup plus présentes dans la dette britannique en volume que pour l'encours de dette française. Cet allongement de la maturité moyenne de la dette joue comme un élément de desserrement de la contrainte de refinancement : ainsi le Royaume-Uni descend sous la barre des 10 points du PIB en 2019 contre 11 points du PIB en 2014. Pour la France le niveau de refinancement est de 14 points de PIB contre 18 points de PIB en 2014.

Pourtant l'AFT change progressivement sa politique d'émission du fait du changement de comportement de sa base investisseurs qui, dans un contexte de taux bas, est incitée à rallonger la maturité moyenne des titres achetés, pour obtenir en contrepartie un supplément de rendement. Dans son rapport d'activité de 2018 on peut voir que les émissions brutes à 30-50 ans représentaient 13,4 milliards d'euros seulement¹¹ contre 30,5 milliards d'euros sur la même maturité en 2019¹².

■ 8. 3Q20, Government bond data report, www.afme.eu.

■ 9. Voir Debt Management Report, mars 2020, p.23.

■ 10. Recoupé par le rapport annuel de l'AFT 2019. Avec un calcul différent, la maturité moyenne britannique est encore plus longue si on exclut les T-bills, soit 15,9 années en moyenne dont 14,3 années pour la dette conventionnelle et 19,6 ans pour la dette indexée.

■ 11. Rapport de l'Agence France Trésor 2018, p.42.

■ 12. Rapport de l'Agence France Trésor 2019, p.44.

L'impact décisif des fonds de pension britanniques

Comme l'évoque le directeur de l'AFT, le rôle des fonds de pension est décisif dans le modèle de financement de la dette britannique. Nous pouvons en avoir une vision à jour en consultant le *Purple Book du Pension protection fund 2020*¹³. Les actifs sous gestion sont de l'ordre de 1 700,6 milliards de livres (au 31 mars 2020), soit 1 948,7 milliards d'euros. Les passifs de ces mêmes fonds représentent 1 791,3 milliards de livres soit 2 052,65 milliards d'euros. Ces actifs sont principalement investis en obligations à 69,2 %, contre 20,4 % en actions et 10,4 % en autres investissements (immobilier, dépôts, hedge funds, etc.). Le compartiment obligataire de ces fonds représente donc près de 1 176,8 milliards de livres (1 348,5 milliards d'euros¹⁴), en moyenne pondérée par la taille des fonds de pensions.

Au sein du compartiment obligataire de ces fonds de pension, les titres d'État représentent une proportion significative et en croissance constante depuis 2012, soit 25,9 % contre 28 %

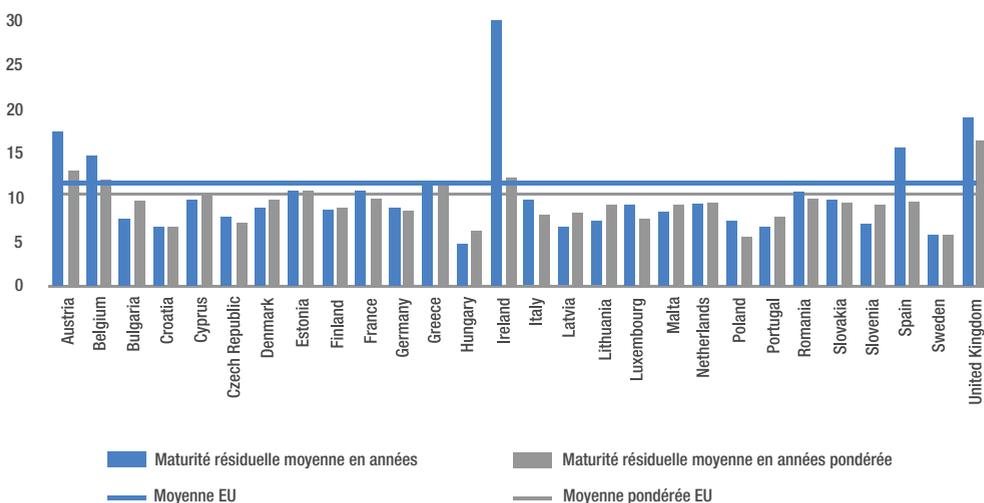
d'obligations d'entreprises et 46 % d'obligations indexées non ventilées (moyenne pondérée).

Nous n'avons pas beaucoup d'investisseurs tricolores

Le directeur général de l'Agence France Trésor souligne que sur le segment des émissions à 30/50 ans se trouvent les fonds de pension. Cela nous rappelle que le pourcentage de notre dette détenue par des investisseurs étrangers, bien qu'en diminution à cause des interventions de la Banque de France sous l'égide de la BCE, risque à nouveau d'augmenter si l'on augmente sa maturité au-delà de 15 ans¹⁵. Nous avons déjà une des dettes les plus internationalisées, avec plus de 51 % de détenteurs non résidents. On ne sait d'ailleurs pas quelle part de la dette française est détenue par la banque centrale chinoise ou les banques centrales étrangères hors Union européenne. Pourtant, cela devrait être public, au minimum au niveau européen, et débattu au Parlement comme un enjeu important de souveraineté.

17

Maturité moyenne résiduelle de la dette – comparaison Union européenne et Royaume-Uni



■ 13. https://www.ppf.co.uk/sites/default/files/2020-12/35988_PPF_Purple_Book_20_SinglePages_FINAL.pdf

■ 14. Nous retrouvons ici les 1.400 milliards d'euros évoqués par le directeur de l'AFT en audition.

■ 15. Même si la BCE achète des titres jusqu'au point de maturité 30 ans et 365 jours. Si ce volume de rachat à cette maturité devait augmenter, la proportion de détention par des non-résidents pourrait rester stable.

III. LES TAUX D'INTÉRÊT NE RESTERONT PAS BAS ÉTERNELLEMENT

18

La politique monétaire non conventionnelle actuelle aboutit à faire en sorte que les grands États de la zone euro gagnent de l'argent en s'endettant à court terme et même aussi à long terme lorsque les taux d'émissions se situent en territoire négatif sur une portion large de la courbe de taux. Les taux d'intérêt négatifs permettent non seulement de ne pas déboursier de paiement d'intérêt, mais même de constituer des flux de créances inversés du prêteur vers l'emprunteur. Les États y gagnent car les Trésors encaissent des primes d'émission conséquentes lorsque les emprunteurs souhaitent disposer de titres assimilés sur souche ancienne réputés plus rémunérateurs. Ces phénomènes sont encore accrus par les programmes d'achats d'actifs lancés par la BCE, en évitant une augmentation des spreads (écarts de taux) entre les émissions de dettes souveraines¹⁶ et une exposition trop forte aux non-résidents

Mais les taux d'intérêt ne resteront pas éternellement bas. La politique monétaire devra nécessairement se normaliser si l'on retrouve un peu de dynamisme des prix. Pourtant dans le débat public une petite musique tourne : nous vivrions depuis quelques années dans un univers de taux d'intérêt zéro. Et selon toute probabilité cela pourrait durer. Or la pratique des taux zéro et même négatifs permet à l'emprunteur de ne pas payer la charge de sa dette. En effet avec des taux d'intérêt négatifs et un taux de croissance du PIB positif, le taux d'endettement serait maîtrisé mécaniquement pour autant que le déficit public ne soit pas trop important.

La politique monétaire actuelle ultra-accommodante pourrait donc déboucher sur une sorte de « martingale » aboutissant à éliminer définitivement la question de la charge de la dette publique et du niveau d'endettement. Pourtant cette approche n'est pas partagée par tous les économistes ou les experts de la place.

Les banquiers centraux jugent inévitable une politique de normalisation

Jean-Claude Trichet l'a affirmé encore récemment¹⁷, « *Parier sur les taux d'intérêt faibles à long terme est dangereux. Depuis dix ans, les banques centrales sont obligées à des politiques ultra-accommodantes pour éviter les risques de déflation. Certains disent : « C'est éternel », car on aura une croissance durablement faible, et des taux d'intérêt tirés vers le bas pendant très longtemps encore. C'est une naïveté ! Il y aura à terme une remontée de la croissance et des hausses de salaires. Cela élèvera le niveau de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux.* »

Mais cette normalisation interviendra-t-elle à court ou moyen terme ? La BCE a bien explicité que le quoi qu'il en coûte aurait une fin, et sans doute plus rapidement que prévu. Comme l'indique Christine Lagarde présidente de la Banque centrale européenne : « *Nous nous sommes engagés à rester actifs sur les marchés au moins jusqu'en mars 2022. Nous pensons que l'échéance de mars 2022 est un délai raisonnable et que l'enveloppe du PEPP est la bonne*¹⁸ » (1 850 milliards d'euros). Il ne faut donc pas trop péremptoirement en conclure que les taux bas, voire négatifs, se déploieront au-delà de 2022, ni que la question du refinancement du principal ne se posera pas, soit au-delà de 2030.

Des économistes mettent en avant les effets délétères du quoi qu'il en coûte monétaire

Dans un ouvrage diffusé en 2020¹⁹, *Comprendre le désordre monétaire*, Patrick Artus, estime que la politique monétaire actuelle des banques centrales s'est peu à peu subordonnée à un objectif²⁰ : « *la pratique moderne de la politique monétaire consiste donc en une monétisation constante des déficits publics par les Banques centrales* », celle-ci donnant « *les mains libres aux États pour mener la politique budgétaire*

■ 16. Qui achete les dettes en zone euro, le bloc-notes de l'éco, Banque de France.

■ 17. "La dette n'est pas une potion magique", Jean-Claude Trichet, Le Figaro, 13 janvier 2021.

■ 18. Entretien au JDD, 6 février 2021.

■ 19. Comprendre le désordre monétaire, Ed. Odile Jacob (gratuitement sur internet).

qu'ils souhaitent. »

Mais l'auteur fait deux remarques :

■ d'abord, on ne voit pas d'effet « *durablement bénéfique des politiques économiques sur les pays de l'OCDE, où l'effort d'investissement et la croissance de long terme ont continué de reculer* ». Il y a donc un effet délétère des politiques monétaires expansionnistes sur la croissance potentielle ;

■ ensuite, « *le maintien de taux d'intérêt très bas, se paiera à long terme par l'instabilité financière, les bulles, la perte de valeur de la monnaie, la perte de confiance dans la monnaie* ».

Dans les faits, Patrick Artus reconnaît que l'expansion monétaire qui devient permanente à partir de 2015 a permis de conjurer l'effondrement de la zone euro et de combattre efficacement la crise des subprimes et la crise des dettes souveraines à partir de 2010. Cependant, cette monétisation forte des déficits publics a eu des conséquences indirectes terribles :

■ la question du refinancement à terme des titres arrivant à échéance reste posée ;

■ ensuite, les conséquences sont terribles sur l'inflation : les politiques de QE (*quantitative easing*) favorisent la monnaie de placement. L'inflation atone malgré la quantité de monnaie créée aboutit à la formation de bulles (immobilières, sur les actifs financiers), de sorte que même les indications de prix (administrés) ne peuvent plus servir pour les investisseurs. Il en résulte une baisse de croissance potentielle inévitable à cause d'une mauvaise allocation des actifs (des investissements sont survalorisés, des entreprises sont anormalement soutenues, « zombies »).

En conséquence, « *il faut s'attendre à des bulles sur les prix des actifs, et donc à la répétition des crises financières puisque les bulles sur les prix des actifs finissent toujours par exploser*. »

Pour Patrick Artus, il n'y a plus de problème d'acceptabilité de la dette puisque la Banque centrale intervient, « *mais le problème devient celui de l'acceptabilité de la monnaie* ». Dans des zones monétaires fortes comme la nôtre, cette perte d'acceptabilité de la monnaie ne

se traduit pas par une forte dépréciation du taux de change, mais on pourrait assister à une fuite vers des substituts (or, cryptomonnaies privées, etc.), il y a donc *in fine* un problème de confiance.

Enfin, la création monétaire tous azimuts frappe non seulement les plus âgés dans le compartiment sans risque des fonds de pension par capitalisation et constitue une taxe sur les plus jeunes, puisque l'inflation se réoriente sur le prix des actifs. Ils ne peuvent plus facilement se constituer un patrimoine, ni acheter une résidence principale (accès au logement).

Et le risque est d'aboutir à une situation irréversible : « *Plus l'État a profité de la dominance fiscale pour accroître son endettement public, plus il devient impossible pour la Banque centrale de sortir de la politique de monétisation, avec le risque d'une crise de plus en plus violente de la dette publique*. » Mais difficile ne veut pas dire impossible. Et on l'a vu plus haut, la politique de « normalisation » de la politique monétaire de la Banque centrale européenne reste un horizon de court/moyen terme.

Comme l'évoque l'économiste Jean-Yves Archer, « *même en cette période de taux incontestablement bas, la charge de la dette représente déjà 34,6 milliards d'euros soit 98 % du budget des Armées (hors pensions)* » Ce qui rend la France particulièrement vulnérable à une remontée des taux²¹.

Une évolution des taux d'OAT à la hausse

Sous l'effet des programmes de relance américains (1 900 milliards de dollars pour le seul plan « Biden » soit 13,6 % du PIB après le plan « Trump » de 900 milliards de dollars de décembre 2020), les marchés américains ont commencé à anticiper des effets inflationnistes face à l'abondance de liquidités injectées dans l'économie. Cette crainte s'est communiquée partiellement aux marchés européens et en particulier sur celui des dettes souveraines. En France, cela s'est traduit par une augmentation aussi soudaine que brève des taux d'intérêt

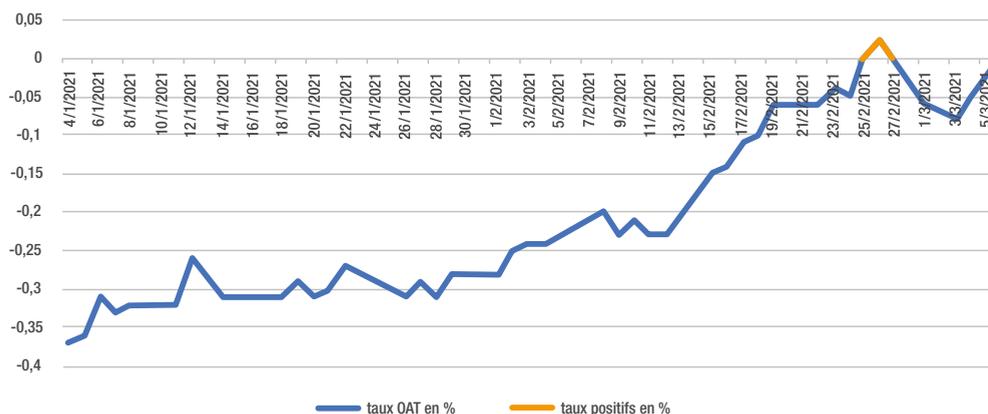
■ 20. Entretien dans l'hebdomadaire Le Point, 23 janvier 2021.

■ 21. Jusqu'où la France peut-elle s'endetter, Les Echos, 2 février 2021.

sur la dette à long terme à 10 ans qui est repassé pour la première fois le vendredi 26 février 2021 en territoire positif, avant de replonger en territoire négatif mais très proche du taux zéro. Il faut dire qu'immédiatement la BCE a réagi en indiquant qu'elle ne comptait

pas suivre la politique de la Fed quant à un resserrement de sa politique monétaire. Une position qui semble à court terme avoir détendu les taux des OAT français (tout en ajustant la vitesse de ses rachats à son enveloppe globale).

Zoom sur les taux des OAT à 10 ans 04/01/2021 au 05/03/2021 jours ouvrés



Source : Banque de France 2021

IV. LES CHIMÈRES DE L'ANNULATION DE LA DETTE PUBLIQUE

La politique de soutien actuelle de la BCE

En vertu des traités européens (article 123 et 124 du TFUE), le financement de la dette publique des États de la zone euro doit s'effectuer auprès d'institutions financières privées, soit de gré à gré (syndication bancaire après appel d'offres) soit sur les marchés (après adjudication).

Ainsi les gouvernements de la zone euro se financent par émission d'obligations initialement achetées par des investisseurs privés (marché primaire). Ensuite ces obligations peuvent être achetées par des banques centrales de l'Eurosystème sur le marché secondaire, en application de la partie PSPP de l'APP ou du nouveau programme PEPP.

Dans ces conditions, les nouvelles dettes émises se retrouvent très vite détenues par les banques centrales nationales.

Les effets induits par cette politique sont les suivants :

- confiance et liquidité : l'intervention de la BCE évite une nouvelle crise des dettes souveraines. Les achats des banques centrales nationales sur instruction de la BCE empêchent les taux de rendement des obligations du marché secondaire d'augmenter, ce qui permet de maintenir les taux d'émission des pays de la zone euro à des niveaux historiquement bas sur le marché primaire ;
- sortie du marché des titres rachetés (neutralisation) : la partie des dettes publiques qui est

Les programmes de rachats d'actifs publics mis en place par la BCE

Le programme PSPP de rachat des dettes publiques des États de la zone euro : 2 345 Mds

Il s'agit de la poursuite du programme PSPP (*public sector purchase programme*) lancé en janvier 2015. À partir de janvier 2019, les banques de l'eurosystème ont réinvesti intégralement les paiements en principal des titres arrivant à échéance. Ces réinvestissements permettant de maintenir le volume des achats cumulés à hauteur de 13 milliards d'euros par mois en moyenne sur 2019 puis 14 milliards d'euros en 2020. En septembre 2019, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de réactiver de ce programme avec des achats nets mensuels s'élevant à 20 milliards par mois. Le 12 mars 2020, le Conseil des gouverneurs a ajouté une « enveloppe temporaire d'achats nets d'actifs complémentaires » de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin 2020. Au total au 15 janvier 2021, les rachats de titres publics représentent un encours de 2 345 milliards d'euros.

Entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2020, le PSPP a racheté pour 63,37 milliards d'euros de titres publics français²².

Le programme PEPP (*Pandemic Emergency purchase programme*) : 787,3 milliards d'euros consommés sur 1 850 milliards annoncés

Le programme PEPP a été lancé spécifiquement par la BCE afin de soutenir l'économie de la zone euro en mars 2020 face à la crise de la Covid-19. Il s'agit d'un programme de rachat d'actifs privés et publics. Son montant global s'élève à 1 850 milliards d'euros dont seulement 787,3 milliards ont été utilisés au 15 janvier 2021. Le programme PEPP a permis de racheter pour 111,81 milliards d'euros de titres publics français (novembre 2020²³), dont 27,57 milliards rien que pour le mois de novembre.

Au total la dette publique française inscrite au bilan de la BCE (et de la Banque de France) s'élève à 600,3 milliards d'euros environ, dont les achats de dette « Covid » à hauteur de 175,2 milliards d'euros.

détenue par les banques centrales est conservée dans leurs comptes sans doute jusqu'à échéance ; elle échappe aux fluctuations du marché. Par ailleurs, ces titres sont « neutralisés » dans la mesure où les gouvernements paient désormais des intérêts à leur propre banque centrale. Ces intérêts viennent gonfler le bénéfice de la banque centrale, dont l'État est actionnaire unique à 100 %, qui rend alors ces mêmes sommes au gouvernement sous la forme de dividendes et d'impôt sur les sociétés (plus ou moins une provision pour risques généraux).

Pourtant, certains experts recommandent d'aller plus loin et de s'affranchir des contraintes existantes en annulant tout ou partie des obligations que les banques centrales nationales de l'eurosystème détiennent ou en les

restructurant pour les convertir en dettes perpétuelles.

L'interdiction de « monétiser » le déficit public pour toute banque centrale de l'Eurozone

L'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'union européenne (TFUE)²⁴ interdit aux banques centrales européenne et nationales d'accorder directement tout type de crédit aux organismes publics des États membres de l'Union. Par ailleurs, l'article 124 du TFUE interdit tout « accès privilégié » de ces mêmes organismes publics aux institutions financières. Cette interdiction de « monétisation » directe du déficit public est en réalité « contournée » par la BCE via l'achat d'obligations sur le marché secondaire. Cependant cette stratégie a

■ 22. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

■ 23. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

■ 24. Traité de fonctionnement de l'Union européenne. Il est rappelé par ailleurs à l'article 21 du Protocole sur le SEBC et la BCE.

ses propres limites : notamment la quantité de titres publics susceptibles d'être achetés par la BCE n'est pas infinie.

Annulation de la dette publique, est-ce pertinent ?

En réalité, les économistes visent à une « monétisation » de fait tout en procédant à une restructuration de la dette, prétendant « sans léser les créanciers privés » au niveau du bilan des banques centrales. Cette option doit se décliner : soit il s'agit d'une opération d'annulation générale, soit il s'agit d'annuler uniquement la dette « Covid » figurant au bilan de la BCE. C'est cette option qui est le plus souvent soutenue.

L'annulation générale de la dette publique

Comme le souligne Agnès Benassy-Quéré, cheffe économiste de la direction générale du Trésor²⁵, « *l'État ne peut pas "annuler" sa dette, c'est-à-dire décider unilatéralement qu'il ne la remboursera pas, sauf s'il y est acculé pour un motif impérieux* ». En effet, le quantum de dette publique qui sera annulé n'est rien d'autre qu'un faisceau de contrats conclus entre l'emprunteur et ses créanciers. Cela veut donc dire que l'État est soumis au contrôle du juge de ces contrats. Il doit en tout état de cause réunir l'ensemble de ses créanciers et trouver un accord avec eux. Cependant, toute restructuration a un coût qui pèse immédiatement sur le pays.

L'annulation de la dette publique au bilan de la Banque Centrale

La volonté des tenants de cette thèse est que l'opération soit réalisée au fil de l'eau et non une fois pour toutes et qu'il s'agisse désormais d'un mode régulier de monétisation de la dette des États-membres par chaque banque centrale du SEBC.

Cette décision d'annulation ne pourrait être décidée que par les États-membres eux-mêmes puisqu'un pays ne peut décider unilatéralement d'annuler une partie de sa dette. Il faudrait donc que cela soit le Conseil européen qui impose cette annulation à la BCE et aux banques centrales nationales (BCN) qui

dans ce cas ne pourraient plus être considérés comme des organismes autonomes.

Si facialement la dette publique annulée « baisserait », au sens budgétaire, le traitement en comptabilité nationale de la suppression de l'autonomie du SEBC aboutirait à faire comme si « *la banque centrale [nationale] était restée sous le contrôle du Trésor, son compte [étant] intégré dans les comptes publics.*²⁶ »

Et l'annulation par les banques nationales d'au moins une partie des dettes publiques qu'elles détiennent entraînerait pour elles des pertes. Si les annulations étaient trop importantes, il s'ensuivrait l'apparition de fonds propres négatifs. La théorie économique explique cependant que des banques centrales peuvent parfaitement survivre avec des fonds propres négatifs²⁷ (exemples du Chili, d'Israël, du Mexique et de la République tchèque). Cependant, « *les marchés peuvent mal réagir, estimant à tort que les pertes ont des répercussions négatives sur l'efficacité de la politique monétaire* »²⁸.

Si toutefois les États décidaient collectivement de conserver les capitaux propres de leurs banques centrales nationales et de la BCE en territoire négatif, d'autres effets devraient être pris en compte :

■ Si le passif du bilan de la Banque centrale n'a plus de contrepartie à son actif (puisque l'annulation en a fait disparaître une partie), une partie de la monnaie n'a plus de contrepartie. La confiance dans la monnaie pourrait s'éroder ce qui entraînerait alors une dépréciation par rapport aux devises étrangères et provoquerait des tensions inflationnistes ;

■ L'inflation, si elle permet dans un premier temps de faire baisser le ratio dette/PIB pourrait rendre la gouvernance de la BCE encore plus complexe : les pays fortement endettés voulant une cible d'inflation plus haute que les autres, tandis que les taux d'inflations nationaux pourraient diverger entre eux ;

■ Par ailleurs, comme on l'a vu plus haut, la dette publique totale serait inchangée : Ainsi que le note Henri Sterdyniak, « *lorsque la Banque centrale supprime des créances publiques*

■ 25. Annuler la dette détenue par la BCE : est-ce légal, utile, souhaitable ? www.tresor.economie.gouv.fr.

■ 26. Fake theory, encore, Blog Mediapart, 15 décembre 2020.

■ 27. Voir la note de la BRI BIS Paper n°71 avril 2013 sur le sujet.

■ 28. C'est théoriquement possible : contrairement à n'importe quelle autre entreprise, les engagements des banques centrales ne sont exigibles qu'en d'autres formes de leurs propres passifs. Elles sont donc protégées contre toute insolvabilité. La seule limite est la confiance des citoyens dans leur monnaie.

qu'elle a financées par de la création monétaire, la monnaie émise, qui demeure en circulation, représente toujours une dette de la banque centrale... » envers les banques commerciales de dépôts (dont elle doit alors rémunérer l'épargne dans ses comptes) ;

■ En outre, les canaux de la politique monétaire seraient perturbés : en effet, l'endettement de la Banque centrale pourrait conduire à diminuer le refinancement des banques et fragiliser le contrôle de la distribution du crédit. Par ailleurs les interventions de la Banque centrale sur les taux courts afin d'influer sur les taux longs deviendraient plus compliquées avec le risque d'appuyer simultanément sur l'accélérateur et le frein. Bref, la politique monétaire ne serait plus cohérente.

La dette perpétuelle, « une fausse bonne idée »

Reste la seconde proposition relative à la conversion des dettes existantes (dettes « Covid » pour commencer) en dettes perpétuelles. À peu de choses près, il s'agirait du retour des rentes perpétuelles²⁹.

Un point commun entre les rentes perpétuelles et la dette perpétuelle est que leurs dispositions contractuelles imposent « au prêteur une perte de contrôle du capital, le débiteur étant seul maître du moment du remboursement éventuel, que le créancier ne peut lui refuser ». Le terme « perpétuel » n'a donc de « perpétuel que le nom ». Il s'agit en réalité d'un prêt à durée indéterminée³⁰ dont le contrat comporte ou non une clause de remboursement anticipé du principal, activable par l'émetteur à son gré.

En réalité, du point de vue de l'État, ce placement ne serait plus véritablement une dette, puisque le principal ne serait en pratique jamais exigible. Le débiteur n'ayant pas d'obligation de rembourser le capital versé ou si la clause de remboursement existe, celle-ci ne pouvant être activée que par le débiteur à son avantage. Mais c'est sur le terrain moral que l'enjeu se joue : « Ni dette, ni perpétuelle, le concept de dette perpétuelle

dans une économie où l'État est déjà surendetté revient à considérer que le plus important pour un État n'est pas tant son niveau d'endettement [...] [que] sa capacité à honorer le seul "service de la dette", c'est-à-dire à payer les intérêts. » Or, cette idée est particulièrement dangereuse car cela consiste à anesthésier les contribuables-citoyens quant au niveau de l'endettement public.

Qui détient la dette française ?

Plus de 51% de notre dette est détenue selon l'Agence France Trésor par des étrangers. Soit environ 1300 milliards d'euros. Mais le rapporteur du budget à l'Assemblée nationale a reconnu dans un rapport sur la dette française que le Parlement ne connaît pas les montants de dette détenus par pays. C'est regrettable. Pourquoi les Français, à l'instar des Américains ne pourraient pas disposer d'informations sur qui détient leurs dettes? Le Trésor US, sans disposer d'une image fiable de la détention de sa dette par les investisseurs du monde entier, publie des études à partir de diverses sources.

La dette américaine est détenue par des étrangers seulement à 30% dont la Chine qui possède plus de 1000 milliards de dollars de dette américaine, ce qui fait dire au Monde que c'est dans les mains de la Chine une arme pour négocier avec les Etats-Unis. En France, l'Agence France Trésor explique qu'elle ne dispose pas de moyens légaux pour obtenir ces informations. Un trou noir qui contraste avec le suivi et le contrôle des achats d'actifs, en particulier des entreprises, par des investisseurs étrangers, en particulier chinois.

Les présentations de l'AFT se bornent à affirmer que seulement ¼ de cette même dette serait détenue par des non-résidents d'Asie, d'Amérique et du reste de l'Europe hors zone euro. C'est vague. D'autant que les analyses sous-tendant cette présentation ne sont pas livrées. Selon les informations qui filtrent au compte-goutte, les

■ 29. Historiquement, la rente est juridiquement différente car il s'agit d'un droit réel ou d'un droit personnel sur une créance pour des rentes constituées auxquelles sont attachées des garanties hypothécaires. L'emprunt obligataire à lui une créance collective négociable. Le transfert de propriété a néanmoins été aligné lorsqu'au 19ème siècle les rentes d'Etat ont été assimilées aux valeurs mobilières.

■ 30. Voir en ce sens les développements de Hubert de Vauplane, Transformer la dette publique en rente perpétuelle : une mauvaise idée, Blog Alternatives Economiques.

Etats-Unis détiendraient très peu de dette française avec environ 10% (mais beaucoup de dette allemande) tandis que la Chine en détiendrait beaucoup plus, de l'ordre de 250 à 300 milliards. Les investisseurs chinois seraient parmi les premiers acheteurs de la dette française depuis 3 ans.

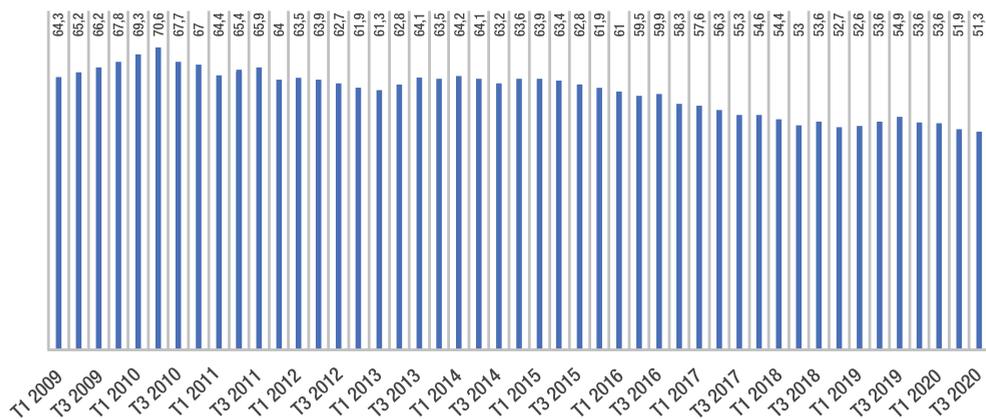
Ce qui fait dire à certains à Bercy, « *voilà pourquoi on n'a pas le droit de se fâcher avec la Chine...* » Et encore, depuis 2015, la Chine achète aussi massivement notre dette sociale. Bruno Le Maire, auditionné au Sénat, a bien expliqué que la Chine est un des premiers prêteurs à la France. En 2010, un sénateur avait posé une question écrite au ministère des Finances : « *les acheteurs asiatiques sont des acheteurs nets chaque mois, ainsi que ceux du Moyen-Orient et du Maghreb. Afin de renforcer les capacités de contrôle du Parlement et des citoyens, il souhaite connaître les mesures qui pourraient être prises afin de renforcer le degré de précision des informations concernant la dette, notamment en matière de provenance des crédits.* »

Et voici la réponse : *Les textes actuellement en vigueur (notamment art. L. 228-2*

du code de commerce, décret d'application n° 2002-803 du 3 mai 2002 publié au Journal officiel du 5 mai 2002, art. L. 212-4 du code monétaire et financier relatif à la nominativité obligatoire) n'autorisent les conservateurs d'instruments financiers à communiquer aux émetteurs (...) [que des titres] donnant immédiatement ou à terme accès au capital. Par conséquent, l'agence France Trésor (AFT) ne peut pas identifier précisément les détenteurs des obligations assimilables du Trésor (OAT), des bons du Trésor à intérêts annuels (BTAN) et des bons du trésor à taux fixe (BTF).

Attention, cet argument ne peut plus tenir. La France s'est trop endettée depuis la crise de 2008 pour se dispenser de connaître la qualité et la nationalité des détenteurs de sa gigantesque dette. Les Français méritent la vérité. Comme le souligne le rapport Arthuis sur l'avenir des finances publiques « *nous avons vu des pays devenir dépendants de leurs créanciers du fait de leur incapacité à assurer leur financement propre, et se voir imposer des coupes budgétaires dans certains domaines, perdant ainsi la maîtrise de leur destin.* »

Dette détenue par les non résidents (en %)



Source : Banque de France

CONCLUSION

Nous avons vu dans cette étude, les contraintes juridiques et techniques à l'annulation de tout ou partie de la dette comme à l'émission de « rentes perpétuelles ». Ces solutions sont en fait des vues de l'esprit. L'option consistant à augmenter la durée de maturité moyenne de la dette est une demande légitime et efficace pour éloigner les risques associés au refinancement.

Cependant, il existe des contraintes fortes pesant sur les pays de la zone euro pour se refinancer à 30-50 ans, voire plus. En effet l'absence ou la faiblesse en volume des fonds de pension en zone euro ne permet pas d'avoir une profondeur de marché suffisante sur ces segments pour pouvoir émettre massivement. On y voit ce qu'il en coûte à la zone euro, et significativement à la France, l'absence de développement des fonds de pension de vastes dimensions³¹ pour renforcer indirectement la soutenabilité de la dette publique. Il semble donc qu'il faille agir progressivement et dans la durée.

Les gouvernements doivent préparer les opinions publiques à l'inévitable « normalisation » de la politique monétaire. Une normalisation sans doute lente, mais inexorable consistant à faire cesser progressivement les achats de dette publique sur le marché secondaire. Il semble que le débranchement des premiers cathéters soit pour 2022.

Comme le relève Jacques de Larosière³² : « *Les excès de création monétaire ont été néfastes. Aujourd'hui, la croissance de l'endettement, tant de l'État que des individus et des entreprises, a dépassé celle de l'économie réelle. Il est temps de stopper cette financiarisation de*

l'économie. D'autant que l'on n'est pas à l'abri d'une hausse des taux d'intérêt qui viendrait accroître la charge de la dette. » L'ex-directeur du FMI l'avoue de façon très directe : « *Les solutions avancées çà et là ne sont pas tenables dans la zone euro.* » (en particulier s'agissant des annulations ou d'un retour de l'inflation qui attaquerait directement le pouvoir d'achat et accroîtrait le prix des importations et de la dette indexée). « *La seule solution reste la réduction des dépenses, non pas d'investissements pourvoyeurs d'avenir, mais de fonctionnement.* » On ne pourrait être plus clair dans la circonscription du champ des possibles.

Il vaut donc mieux s'en tenir aux recettes classiques et orthodoxes :

■ isolement de la dette à amortir (dette « Covid ») dans un véhicule spécifique et dégager des recettes récurrentes pour y parvenir ;

■ travail sur la maturité des titres pour en repousser le délai de remboursement moyen (grâce à des émissions à 50 ans ou plus) en mettant en place progressivement un étage de retraite par capitalisation comme aux Pays-Bas ;

■ Par ailleurs la Fondation iFRAP demande la publication des détenteurs de la dette française ;

■ Et le pilotage des finances publiques et des réformes structurelles pour atteindre le plus rapidement possible un solde stabilisant, le dépasser et se désendetter tout en jouant sur l'effet volume de la croissance. Enfin nous recommandons de copier le système de frein à l'endettement en application en Allemagne et en Suède, sur un principe que tout le monde peut comprendre : pas de déficit public en période de croissance.

■ 31. Et pas seulement donc sur le plan industriel. S'agissant des questions industrielles et de santé, voir la note sur SANOFI sur le site TELOS.

■ 32. Jacques de Larosière : « Les politiques ont sacrifié la jeunesse », Le Figaro, 10 janvier 2021.