

La délicate mission des agences spécialisées

Ou comment gère-t-on la dette au mois le mois...

Entretien avec François Meunier*

Gérer la dette publique n'est pas simplement affaire de choix politiques, c'est aussi une activité technique, consistant à rembourser les titres venus à échéance et à placer chaque mois quelques milliards d'euros sur les marchés obligataires. Ce travail d'intermédiation est aujourd'hui extrêmement sensible, et mérite qu'on le regarde de plus près.

Les États se financent principalement par l'impôt, mais aussi en empruntant auprès des marchés, au moyen d'agences spécialisées. Comment cela se passe-t-il ?

Si l'on prend l'Agence France Trésor, dont c'est la mission en France, elle a plutôt bonne réputation, c'est-à-dire que pour les marchés c'est un interlocuteur fiable, et pour son mandant, c'est-à-dire l'État français, elle travaille d'une façon optimale, en plaçant la dette française dans les meilleures conditions possibles.

Sa tâche est à la fois d'obtenir les meilleurs taux et de contribuer à la liquidité des titres de dettes française pour ceux qui s'en portent acquéreur. C'est un enjeu essentiel : un titre liquide, c'est un titre que l'on peut revendre facilement, et en être le détenteur expose donc à un risque minimum. À l'inverse, un titre jugé plus risqué sera aussi moins liquide, car s'il baisse trop vite il devient difficile de le revendre. L'objectif de liquidité est donc essentiel, car il conditionne une certaine représentation du risque lié à la détention des titres de dette, et par conséquent la prime de risque que fera payer l'acquéreur. En d'autres termes, le taux d'intérêt qu'il demandera.

En gros, dès les opérations sur le marché primaire (la vente directe de la dette aux spécialistes en valeurs du Trésor, les fameux « SVT »), on a en vue le marché secondaire (la revente des titres à d'autres opérateurs).

Qui sont ces SVT ?

En un mot, ce sont des grossistes. En anglais, on les nomme *primary dealers*. Pour l'essentiel, ce sont des banques, sélectionnées soigneusement et sur des critères très précis, qui travaillent en direct avec l'Agence France Trésor. Ce sont eux qui se portent acquéreurs, pour le compte de leurs clients, des obligations émises par l'Agence. Ils participent aux adjudications. Mais ce ne sont pas de simples courtiers : ils conseillent et assistent l'Agence sur sa politique d'émission et de gestion de la dette, et plus généralement sur toute question intéressant le bon fonctionnement des marchés.

Ils sont aujourd'hui une vingtaine, dont quatre établissements français, le reste se partageant entre l'Europe et les États-Unis, avec un établissement japonais. Chacun est sélectionné pour une période de trois ans, qui peut être reconduite. Ils figurent tous, naturellement, parmi les acteurs les plus importants sur les marchés obligataires mondiaux.

Ils travaillent avec l'Agence France Trésor, mais ce travail est très formalisé, afin d'éviter toute collusion. Techniquement, l'Agence procède par appel d'offres, chaque établissement fournit une « courbe de demande » (par exemple, tel pourcentage d'investisseurs sur les titres à trois mois, tel autre sur les titres à dix ans).

Les investisseurs finaux, ceux qui achètent les titres aux SVT, sont des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM : les SICAV, etc.), les assurances, les investisseurs de long terme, mais aussi les banques commerciales, obligées par les règles prudentielles

* Directeur général adjoint de COFACE, professeur associé de finance à l'ENSAE, François Meunier a été jusqu'en juin 2008 président de la DFCG (Association des directeurs financiers et contrôle de gestion).

internationales (notamment le texte intitulé Bâle III, en cours de ratification) de détenir dans leur capital des actifs jugés sûrs.

Quand la BCE prête aux banques, elle accepte les titres d'État en contrepartie (on parle aussi de collatéral, un anglicisme).

Au fond, avec ce passage par les banques pour atteindre les investisseurs, on n'est pas très loin de la façon dont les grandes entreprises se financent.

Absolument, à quelques détails près, qui ont leur importance. Les entreprises ont affaire avec un « syndicat bancaire », une ou plusieurs banques, et la transaction passe par ce qu'on appelle une « prise ferme », c'est-à-dire que les banques s'engagent à lever les fonds. Mais avec ce système, l'entreprise paie une prime d'assurance plus élevée, et ce sans raison réellement valable car les banques ne s'engagent pas si elles n'ont pas d'investisseurs. Le système n'est pas très transparent, et les entreprises se font ainsi prélever des pourcentages élevés sur les sommes qu'elles empruntent. Les États, par comparaison, bénéficient de conditions plus favorables. Mais cela peut avoir des conséquences : en l'absence de prise ferme, on peut se retrouver sans investisseur. C'est ce qui est arrivé à l'Allemagne récemment, quand elle n'a pu placer que la moitié des titres qu'elle mettait sur le marché.

Précisément, dans une période troublée comme celle que nous traversons, chaque adjudication est un événement suivi de très près par les marchés et par les agences de notation. Ne vaudrait-il pas mieux, dans ces conditions, privilégier les émissions de titres de long terme, afin de ne pas être obligé de placer des titres à échéances de trois mois qu'il faudra remplacer par d'autres un trimestre plus tard ?

Non, et ce pour deux raisons. La première est la liquidité dont je vous parlais : les titres à court terme sont plus liquides. Et la seconde est que les obligations à long terme ont un taux d'intérêt plus élevé, donc la charge de la dette est plus importante. Et en France, cette charge est aujourd'hui le premier poste du budget de l'État, consommant à peu près tout le produit de l'impôt sur le revenu. Sur un poste aussi important, quelques points de pourcentage, ou même quelques dixièmes de points, peuvent représenter des sommes importantes, et il convient donc de maintenir le taux d'intérêt moyen à un taux aussi bas que possible. D'où l'importance des obligations à trois et à six mois, aux taux plus faibles, et qui permettent donc de faire baisser le taux d'intérêt moyen.

D'une façon générale, même si elle est soumise en ce moment à une forte pression des marchés et que la perspective de perdre son fameux AAA est désormais crédible, la France se débrouille bien, car ses « *spreads* » (l'écart de taux avec les taux allemands, qui sont jugés plus sûrs et font donc référence) sont assez bas. Mais ils ont tendance à croître, ce qui augmente la charge de la dette.

Les investisseurs ont tendance en ce moment à « fuir vers la sécurité ». Les obligations d'État, notamment des quatorze États notés AAA, représentent en temps normal une telle sécurité. Mais en ce moment, on assiste à la fois à des sorties du marché (même si certains investisseurs, du fait de leur statut, sont obligés de détenir des titres d'État), et au sein de ce marché à des arbitrages en faveur des valeurs jugées les plus sûres. Les titres français en font encore partie, mais leur situation n'est plus aussi claire que par le passé.

À cet égard, une dégradation de la note (ou une augmentation du *spread* au-delà de 350 points de base, c'est-à-dire par exemple passer de taux à 3% à des taux à 6,5%) aurait des conséquences immédiates : car les titres en question seraient automatiquement reclassifiés, et les banques, qui ont l'obligation de détenir dans leur capital une certaine quantité de titres notés AAA, seraient dans ce cas obligées de se délester des obligations françaises, ou tout au moins n'auraient plus la même incitation à les conserver ou à s'en porter acquéreur. Ce qui ferait baisser les cours et se traduirait par une hausse des taux d'intérêts. C'est un sujet très sensible.

Que penser alors des démarches de type « grand emprunt », mises en œuvre en Italie et en Belgique, où l'État sollicite directement les particuliers en faisant appel à leur patriotisme.

Sur le plan politique, cela peut avoir du sens, et la démarche n'est pas absurde quand les marchés demandent des taux jugés prohibitifs, au-delà de 7% par exemple. Dans ces conditions, les particuliers peuvent consentir un rendement de 4%, qui coûte moins cher à l'État et leur rapporte davantage qu'un livret de caisse d'épargne.

Par ailleurs, on sait aussi que les résidents ont moins tendance à se défaire de leurs titres que les non-résidents.

Mais en conditions normales, ce n'est pas gérable pour une raison toute simple : les coûts de distribution sont gigantesques. Il s'agit quand même de placer, dans le cas de la France, environ 200 milliards d'euros par an. Il est donc préférable, et meilleur marché, de s'adresser aux grands investisseurs. Le modèle japonais, où l'essentiel de la dette est détenu par les résidents, est spécial dans la mesure où il s'agit d'une épargne captive, obligatoirement canalisée vers le financement de l'État, pour des rendements très faibles.