

La danse du ventre des OAT

LA CHRONIQUE DE

PAUL FABRA



Pour la première fois, l'Agence France Trésor, chargée de la gestion de la dette de l'Etat, a organisé cet été un « roadshow » en Amérique latine. A cette occasion, ses responsables ont rencontré les gouverneurs des banques centrales du Chili, de l'Argentine, du Brésil et de la Colombie. Voilà ces pays émergents qu'on voyait mal hier encore en position de créanciers à leur tour en partance pour financer – modestement, mais c'est toujours ça ! – le déficit budgétaire de la France. Ils le font déjà régulièrement pour les Etats-Unis. Et ils ne sont pas non plus les seuls à s'intéresser maintenant aux titres d'emprunt de la dette publique française à des fins de diversification (un maître mot de la gestion moderne) de leurs réserves de change.

Au 31 août dernier et selon les estimations forcément quelque peu imprécises de la Banque de France, les non-résidents détiennent désormais au moins 60 % de l'encours total – 928 milliards d'euros – de l'endettement contracté par l'Etat français (sans compter les déficits sociaux). Voudrait-on se consoler des propos sévères tenus par le Premier ministre, qu'il n'y a pas d'argument apparemment plus convaincant que celui-là. L'idée que les finances de la République française puissent être au bord de « la faillite » n'a pas encore vraiment traversé les frontières en cet âge de communication instantanée,

mais aussi de jugement à l'emporte-pièce.

Au début de la présente décennie, les étrangers finançaient déjà environ 35 % du déficit budgétaire français. A l'époque, c'étaient surtout des fonds de pension et de retraites des autres pays de la zone euro naissante. Il y a deux ou trois ans, les investisseurs d'Amérique du Nord puis d'Asie ont commencé à acheter des bons et obligations émis par le Trésor français et, comme on vient de le voir, ils ont mis les bouchées doubles.

Ce mouvement participe d'un phénomène plus général et générateur d'un formidable déséquilibre à l'envers. Les créanciers uniques tendent à être les pays émergents, quel que soit encore par ailleurs leur degré de pauvreté et d'instabilité. Les débiteurs du reste du monde tendent à être les seuls pays d'Occident, sans doute globalement en perte de vitesse du point de vue industriel et aussi en ce qui concerne leur niveau de vie. Mais ils sont encore en position de tirer un parti exorbitant de l'amplitude, de la « profondeur » et de la sophistication incomparables de leurs marchés financiers respectifs. Dans un système de papiers (crédits), quoi de moins douteux et de plus « liquides » que des titres portant la signature de l'US Treasury ou des vieux pays de l'euro, sans oublier le Royaume-Uni (la livre sterling est en hausse contre toutes autres monnaies) et la Suisse (où les taux d'intérêt sont les plus bas du monde, hormis le Japon) ?

Sur la masse des BTAN et des OAT (bons à moyen terme et obligations du Trésor français) – de l'ordre, donc, de quelque 560 milliards d'euros (environ les 60 % des 928 milliards déjà cités) – circulant à travers le monde, une petite partie seulement est appropriée par les banques centrales : environ 9 %. Ce n'est pas beaucoup, mais cela peut constituer une marge de manœuvre non négligeable pour nos politiciens. Le traité de Maastricht et le Pacte de stabilité nous empêchent, sur le papier, de nous comporter en république bananière. Il est interdit à la BCE de servir de

planche à billets, ce qu'elle serait si elle était autorisée à souscrire aux emprunts émis par les Etats de la zone euro. Mais qu'à cela ne tienne. Le système dit monétaire international est en mesure de pourvoir à cette regrettable lacune ! Il le fait en grand pour les Etats-Unis. Ensemble, la Banque populaire de Chine et la Banque du Japon doivent détenir un bon tiers de la dette publique des Etats-Unis. En termes techniques, cela signifie que ces

Il faut de l'héroïsme à un gouvernement pour renoncer aux fausses facilités du déficit. Les investisseurs étrangers et nationaux sont innombrables pour lui acheter les titres de sa dette !

demiers sont en mesure de monétiser (obtenir directement – sans faire appel à l'épargne – de la monnaie d'une banque d'émission en lui vendant ses propres titres d'emprunt) une partie importante de leur dette.

Cet extraordinaire mécanisme de création monétaire ex nihilo échappe à tout contrôle effectif. La faiblesse du dollar n'est pas une opportunité immédiate pour l'euro de prendre sa place (1). A bon entendeur, salut ! Reste que le Trésor français, au vu des chiffres disponibles, s'arrange déjà pour monétiser environ 6 % de sa dette totale, soit par définition la fraction détenue par des banques centrales hors zone euro. Oh, les faux-semblants de la logique de Maastricht ! Le Trésor français ne peut pas faire de l'inflation en passant par la BCE, mais il peut le faire à la sauvette à Pékin ou Brasília.

Intuitivement, nos politiciens le savent : nous vivons dans un monde où l'appétit des investisseurs, institutionnels ou riches particuliers, pour des placements réputés liquides et sûrs – appétit aiguisé par le fait que tout conspire à miner la liquidité et la solidité financière – est aussi insatiable que leur désir de

financer, sans à-coup, toute augmentation éventuelle du déficit se produisant dans n'importe quelle circonstance. Avec un art consommé, les fonctionnaires inventent, à la plus grande satisfaction du gouvernement en exercice, les formules propres à donner de l'attrait à l'insolite et encombrante marchandise – l'accroissement du stock de la dette n'est évidemment pas maîtrisé – vendues de par le monde par l'Etat national. Allant au-devant des besoins des plus gros fonds de pension, la France lançait en 2005 – une première – des OAT à 50 ans d'échéance. L'innovation de 2007 est encore plus imaginative. Le démembrement vient d'être autorisé pour les OAT indexées sur l'inflation (10 % de l'encours). Vous envisagez d'envoyer dans quinze ans votre prometteur rejeton (il a trois ans) dans la plus chère des universités américaines. Vous achetez tout de suite une OATI réduite au remboursement du principal qui vous sera versé dans quinze ans (pourquoi s'encombrer des coupons qui seront vendus séparément à d'autres investisseurs selon leurs besoins ?).

Pour renoncer au déficit et à ses délices, il faut à un gouvernement de l'héroïsme, vu que le monde financier est fait pour le pallier apparemment sans douleur. Il faut aussi une clairvoyance peu commune. La bulle la plus énorme, sur laquelle reposent toutes les autres, est constituée par les marchés obligataires et orchestrée par les banques centrales ! Sans doute n'est-elle pas près d'éclater, mais les comportements auxquels induit le déficit permanent sont délétères. Le sous-emploi et la sous-croissance en France en témoignent. Les pays qui ont su s'en dégager sont équipés pour conserver leur haut niveau de vie et pour faire face à n'importe quelle crise présente et future.

Prochaine chronique le 19 octobre.

(1) Voir notre chronique du 8 juin : « Des liquidités qui changent le monde ».