THÉMATIQUE

Des obligations qui n'en sont pas vraiment

Peut-on considérer que les €2 800 milliards de dettes souveraines ou équivalentes* inscrites au bilan de la Banque Centrale Européenne (BCE) ne sont pas des obligations comme les autres ? Cette question qui revient régulièrement depuis plusieurs mois est loin d'être anodine, car se cache derrière la volonté de faire oublier, voire d'annuler, une partie de l'endettement public mobilisé pour faire face à la crise du Covid-19. Mais plutôt que de les faire disparaître, une solution plus habituelle pour les marchés financiers consisterait à considérer ces dettes comme des obligations pour l'instant virtuelles et à les exclure temporairement des ratios d'endettement public.

PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

Certaines caractéristiques des actifs financiers sont des possibilités jamais réalisées

Les plans d'urgence puis les plans de soutien lancés en 2020 vont entraîner une forte hausse de la dette publique, atteignant des niveaux inquiétants dans de nombreux pays de la zone euro. Mais l'essentiel des nouvelles émissions est souscrit par la BCE, de sorte que le volume d'obligations souveraines supplémentaire absorbé par le marché est faible[1]. Les États emprunteurs et la BCE n'ont de cesse de répéter que cette dette ne peut pas être annulée et qu'elle sera un jour remboursée. C'est d'ailleurs dans l'intérêt commun puisque si tout ou partie de ces nouvelles dettes était annulé ou restructuré, alors c'est l'ensemble de l'épargne européenne qui serait dévaluée. Plutôt que de contourner le sujet ou de proposer des solutions irréalistes, il faut se demander comment les marchés financiers vont le traiter.

Les caractéristiques d'un actif financier changent-elles en fonction de son détenteur ? Du strict point de vue du droit des instruments financiers, la réponse est clairement non. C'est d'ailleurs un principe fondamental qui assure un traitement égal des porteurs, des actionnaires, des créanciers etc… Mais **si les droits ou les obligations attachés à un instrument financier ne sont jamais exercés, peut-on considérer qu'ils sont plus virtuels que réels ?** Les marchés financiers intègrent fréquemment ce paramètre lorsque l'usage qui est fait d'un actif, contraint de fait certaines de ses caractéristiques.

Les marchés s'adaptent en permanence à la réalité

C'est le cas par exemple du calcul du flottant pour une action et de la pondération dans les indices dont **on exclura les titres en autocontrôle, les titres possédés par des actionnaires** qui sont liés par un pacte ou encore les actions détenues par les États[2]. Ces titres existent mais on considère qu'ils ne peuvent pas être librement traités sur le marché. Ils sont donc retirés de certains calculs. C'est le cas par exemple d'EDF qui ne fait pas partie de l'indice CAC40 car l'État français détient 84 % des actions alors que la valeur de son capital dépasse €40 milliards.

On trouve un autre type d'exclusion avec les droits de vote attachés aux actions. Certains actionnaires ne votant pas en assemblée générale, le calcul de la majorité simple ou qualifiée est systématiquement différent du niveau théorique. Pour la plupart des sociétés cotées, la validation des comptes ou une modification statutaire importante ne requiert jamais le nombre de votes théorique. En moyenne, seul 70 % des actionnaires votent aux assemblées générales[3], donc la majorité simple est atteinte avec 35 % des voix et non 50 %. **Dans les faits, 30 % des droits de vote n'existent pas** sauf lorsqu'une offre d'achat est lancée qui nécessite d'acquérir tous les droits. Pour les dettes obligataires, le mécanisme de déchéance permet

* *A fin septembre €2 290Mds au titre du PSPP et €510Mds pour le PEPP. Source ECB : lien*

[1] *Sergio BERTONCINI: Obligations d'État de la zone euro. L'état des financements par rapport au QE de la BCE présage d'un bon équilibre offre/demande dans les derniers mois de 2020*

[2] *Voir par exemple les méthodologies des indices MSCI ou S&P*

[3] *Le taux est légèrement supérieur pour les investisseurs professionnels. En France par exemple, selon l'AFG en 2019 « les SGP exercent effectivement leurs droits de vote pour 78% de leurs actions cotées en portefeuille » Rapport AFG 2019 Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion*

THÉMATIQUE

d'exclure les porteurs qui seraient en conflit d'intérêts avec les autres. C'est une exclusion temporaire du droit de vote mais une altération substantielle des caractéristiques de l'actif. Les principes comptables des dettes consolidées ou d'actifs disponibles modifient aussi les caractéristiques des engagements liés aux instruments financiers en fonction du porteur. La liste est longue et les situations nombreuses.

On constate donc que dans le fonctionnement quotidien des marchés financiers, la nature du propriétaire peut modifier temporairement ou dans certaines situations, les caractéristiques d'un actif ou la façon dont on le comptabilise. Le droit ou l'obligation qui lui sont attachés sont alors des possibilités jamais réalisées, ou seulement dans des cas extrêmes. **Ce sont des caractéristiques en *puissance* mais pas en *acte*[4].**

Banque centrale et Trésor : une relation particulière

Dans le cas particulier des dettes souveraines européennes ou américaines, il faut intégrer un paramètre supplémentaire : l'émetteur et le porteur sont de même nature i.e. des institutions publiques à but non lucratif. La réponse de la Réserve Fédérale au programme d'émission du Trésor américain ou le lancement du PEPP par la BCE alors que les États de la zone euro augmentent substantiellement les déficits publics, prouvent une forte coordination **voire une conditionnalité entre la politique fiscale et la politique monétaire**[5]. Sans parler de monétisation de la dette publique, un pacte implicite lie le débiteur État et son créancier Banque Centrale. Cette dernière **s'engage durablement à ne pas céder ses titres dans le marché,** mais plus encore, à participer de façon systématique au refinancement des dettes arrivées à échéance, sauf si les conditions financières le justifient.

La banque centrale a promis de ne pas céder les titres dans le marché

D'où une question légitime au vu des exemples précités : **est-ce que cette créance propriété de la BCE ou de la Fed a les mêmes caractéristiques que celle qu'on retrouve dans les portefeuilles ou les bilans des acteurs privés ? La réponse est probablement non.** En effet, si l'émetteur de l'obligation a la certitude que sur un horizon qui dépasse la maturité de son émission, le porteur de l'obligation ne la revendra jamais et souscrira quel que soit le prix à une nouvelle émission à l'échéance, alors il peut considérer que cette créance n'est pas identique à celle détenue par d'autres. Cette altération est le fait d'une volonté clairement énoncée par la banque centrale mais aussi liée à la nature institutionnelle des deux entités. En effet, l'État étant supposé éternel, il peut ne pas rembourser sa dette mais la refinancer, on dit qu'il la « roule ». La banque centrale peut de son côté l'acheter indéfiniment dans le cadre de son mandat de politique monétaire.

La légitimation est encore plus forte dans le cas des obligations souveraines de la zone euro, puisque les programmes d'achats de la BCE sont faits pour l'essentiel au niveau des banques centrales nationales (Eurosystème). La Banque de France peut-elle revendre des OAT sans l'accord de l'État français ? Théoriquement (en puissance) oui mais dans les faits (en acte) non. Par ailleurs, lorsque ces obligations sont émises à taux nul, il n'y a pas de flux intermédiaires ou d'ajustement de valeur *in fine* qui matérialiserait l'engagement de l'État. Enfin, pour de nombreux pays comme la France, **les intérêts perçus et les profits générés par la banque centrale nationale sont reversés au Trésor public** sous forme d'impôt et à l'État sous forme de dividende[6]… la boucle est donc bouclée. En fait, l'exigibilité de l'emprunt a été transférée à la monnaie émise par la banque centrale et détenue par les agents économiques. La dette de l'État devient une dette de la banque centrale envers les détenteurs de monnaie, sorte d'obligation perpétuelle zéro-coupon.

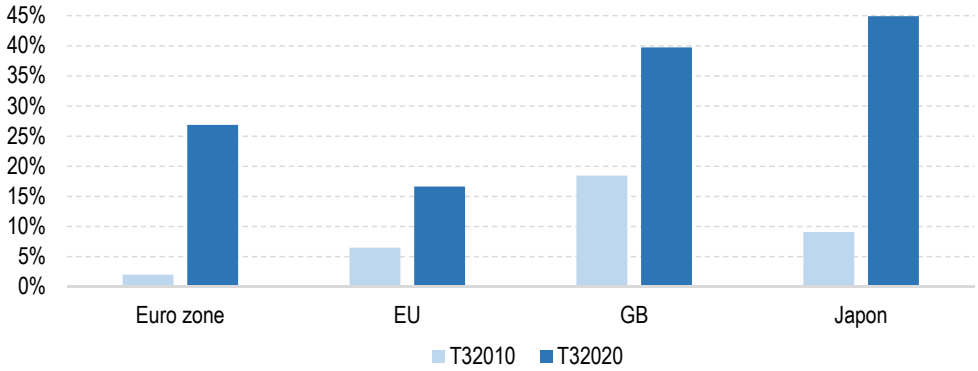
[4] *Aristote, Physique II*

[5] *Voir article « Les banques centrales doivent-elles nous sauver à tout prix ? » Amundi Research lien*

[6] *Rapport annuel de la Banque de France 2019 pages 110-112 : impôts sur les bénéfices €2 650 millions, dividende versé à l'État €3 478 millions lien*

THÉMATIQUE

1/ **Évolution sur 10 ans de la détention des dettes souveraines par les banques centrales nationales (% de la dette totale)**



Source : RBIS, Fed, US Treasury, ECB, Eurostat, BoE, HMRC, BoJ, Recherche Amundi - Données au 31 septembre 2020

Exclure les dettes souveraines est virtuel et temporaire… mais pour très longtemps

Changement de paradigme

Comme c'est le cas pour d'autres actifs, **les marchés devraient légitimement exclure les dettes souveraines inscrites au bilan des banques centrales** dans le calcul des engagements des États car certaines de leurs caractéristiques sont durablement altérées. Cette exclusion est aussi virtuelle que l'est la créance, et temporaire… mais pour très longtemps. En revanche, la monnaie émise par la banque centrale en contrepartie, elle est bien réelle. L'analyse doit donc s'éloigner des ratios de dette / PIB ou équivalent, et se porter sur la base monétaire et les agrégats monétaires (M1, M2, M3 et L) et leurs contreparties (créances sur l'extérieur, l'État et l'économie). Ainsi les politiques non conventionnelles poussées à l'extrême entraînent un changement de paradigme. **Elles obligeront les marchés financiers à changer de cadre analytique pour revenir de façon détournée à des notions de théorie monétaire qu'on avait un peu oubliées.** Certains parlent déjà d'un retour aux 70s[7].

Achevé de rédiger le 20/10/2020

[7] *Pascal Blanqué (2020), « Covid-19 : la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années soixante-dix » Amundi lien*

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Novembre 2020 # 11

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.mscibarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et règlementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Sensay

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Responsable de la Recherche Groupe*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés*
BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux*
BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*
BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*
HUANG Claire, *Macrostratégiste, Marchés Émergents*
CESARINI Federico, *Stratégiste Cross Asset*
DELBO' Debora, *Stratégiste Senior Marchés Émergents*
DROZDZIK Patryk, *Marchés émergents, Économiste*
GEORGES Delphine, *Stratégiste Taux*
HERVE Karine, *Marchés émergents, Économiste Sénior*
LEONARDI Michele, *Analyste Cross Asset*
MIJOT Eric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*
LETORT Valérie, *Stratégiste Taux*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*
DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*
LICCARDO Giovanni, *Amundi Investment Insights Unit*
PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia, *équipe de Recherche*
PONCET Benoit, *équipe de Recherche*

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier