

LA MODERNISATION DE LA POLITIQUE D'ÉMISSION ET DE GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE ENTRE 1985 ET 1990

JEAN-FRANÇOIS PONS*

« La solidité de l'État, la liquidité du marché »

*Slogan de la campagne de communication
sur les valeurs du Trésor en 1987.*

La gestion de la dette publique a été profondément réformée à partir de 1985 sous l'impulsion de Pierre Bérégofoy, ministre de l'Économie et des Finances de juillet 1984 à avril 1986. Les réformes ont été poursuivies sous son successeur Édouard Balladur, puis de nouveau sous Pierre Bérégofoy.

131

À l'origine de ces réformes, il y a d'abord une volonté de maîtriser la charge de la dette publique en forte croissance depuis 1981. Le déficit budgétaire s'est creusé, même si le ratio « dette/PIB », qui atteint 20 % en 1984, nous semble aujourd'hui fort bas, et surtout les taux d'intérêt sont historiquement élevés (13 % pour un emprunt d'État à dix ans en 1984, pour une inflation à 7 %).

Le second objectif est d'inscrire cette réforme de la gestion de la dette publique dans une grande réforme du marché monétaire et du marché financier pour améliorer le financement de l'économie française, encore très administré, et développer la place financière de Paris (cf. le Livre blanc sur la réforme de l'économie, 1986). Comme l'État est le premier emprunteur sur ces marchés et le plus sûr, les titres de la dette publique ont en effet vocation à être les titres les plus sûrs et les plus liquides. Ils peuvent alors servir de support à beaucoup d'autres activités financières comme le montre à l'époque l'exemple des États-Unis, qui va servir largement de modèle à la réforme. À noter que la grande réforme de la place financière de Londres, le *big bang*, qui comporte aussi un volet de réforme similaire de la dette publique, n'aura lieu qu'en 1987.

* Associé, Alphalex Consult. Contact : jfpons@alphalex-consult.eu.

Jusqu'en 1985, le financement du Trésor en France reposait sur les instruments suivants :

- d'une part, la dette non négociable, constituée des dépôts des correspondants du Trésor (PTT, collectivités locales, établissements publics) et des bons du Trésor émis dans le public et appelés « bons sur formule » souscrits essentiellement par les particuliers aux guichets des banques, de la Poste et des comptables publics ;

- d'autre part, la dette négociable, constituée des bons du Trésor émis auprès des intervenants sur le marché interbancaire, appelés « bons du Trésor en compte courant » et des emprunts d'État émis dans le public et auprès des investisseurs via un syndicat bancaire de placement.

La dette non négociable représentait 68 % de la dette publique en 1970, mais seulement 30 % en 1984.

La réforme de la politique d'émission et de gestion de la dette publique a surtout porté sur la dette négociable et a comporté six séries de mesures :

- l'ouverture et la modernisation du marché des bons du Trésor ;
- le remplacement des emprunts d'État par les obligations assimilables du Trésor (OAT) émises par adjudication ;

132

- la création des deux premiers contrats sur le Marché à terme des instruments financiers (Matif), portant respectivement sur une OAT notionnelle à dix ans et sur les bons du Trésor à trois mois ;

- le début d'une politique de gestion active de la dette après son émission, comportant la réactivation du Fonds de soutien des rentes, la création d'une Caisse d'amortissement de la dette publique (CADP) et la mise en place d'opérations d'échanges de titres (*swaps*) ;

- la mise en place d'un réseau de correspondants permanents du ministère des Finances, appelés « spécialistes en valeurs du Trésor » (SVT) ;

- enfin, en 1989, l'État a émis son premier emprunt en écus, anticipant ainsi le passage à l'euro qui aura lieu en 1998.

LA RÉFORME DE LA POLITIQUE D'ÉMISSION DES BONS DU TRÉSOR

À partir du début de 1986, les bons du Trésor ont été normalisés et n'ont plus été réservés aux seuls intervenants sur le marché interbancaire, mais ouverts à tous les investisseurs, y compris les entreprises et les particuliers.

La normalisation a consisté à n'émettre plus que deux types de bons du Trésor appelés « bons du Trésor négociables » : des bons du Trésor

à taux fixe et intérêts précomptés (BTF), émis à treize, vingt-six et cinquante-deux semaines, et des bons à taux fixe et intérêt annuel (BTAN), émis à deux ans et cinq ans.

Les conditions d'émission ont été régularisées avec un calendrier annoncé à l'avance et des émissions toutes les semaines. À l'origine, les BTF étaient émis par adjudication hebdomadaire le lundi ; toutes les semaines, une ligne de treize semaines était adjugée et au moins une autre maturité. Les BTAN étaient émis aussi toutes les semaines, en alternant bons à deux ans et bons à cinq ans.

À la fin de 1987, l'encours des bons du Trésor négociable atteignait 350 MdF, dont environ 60 MdF détenus par des investisseurs non bancaires. L'importance de cet encours, mais aussi la normalisation des types de bons et la régularité des appels au marché ont permis rapidement une réelle animation du marché secondaire. Celle-ci a été aussi favorisée par l'exclusion progressive du marché interbancaire des investisseurs qui y avaient accès jusque-là (assurances, Sicav, caisses de retraite et de prévoyance) et qui se sont reportés sur les bons du Trésor, mais aussi sur les certificats de dépôts et les billets de trésorerie, ainsi que par la modification de la politique monétaire menée par la Banque de France, la suppression de l'encadrement du crédit et son remplacement par une politique d'intervention sur les marchés. Enfin l'activité des « spécialistes en valeurs du Trésor » a permis la cotation permanente de ces bons. À la fin de 1987, le volume quotidien de ces transactions atteignait 6 MdF.

133

À noter que les BTF ont continué jusqu'à aujourd'hui à être émis selon les conditions d'origine. Quant aux BTAN, près de 1 190 Md€ ont été émis entre 1986 et 2013, date où le Trésor les a supprimés.

LE REMPLACEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT PAR LES OBLIGATIONS ASSIMILABLES DU TRÉSOR

L'État s'est longtemps financé à long terme par des emprunts d'État ouverts à la souscription des épargnants via un syndicat bancaire percevant des commissions. Il ne levait alors qu'un ou deux emprunts par an et ceux-ci revêtaient souvent une importance dans le domaine politique : le succès ou l'échec de ces emprunts étaient censés refléter le degré de confiance des épargnants dans la politique économique du pays. C'est pourquoi certains emprunts ont-ils été assortis d'avantages fiscaux (exemple le plus connu : l'emprunt Pinay de 1958 exonéré des droits de succession) ou d'indexation (exemple : l'emprunt Giscard d'Estaing de 1973).

En raison de l'accroissement du déficit budgétaire et du souci de le financer à long terme, l'État a multiplié ses emprunts dès la fin des

années 1970 et encore plus à partir de 1982-1983. Il a alors été décidé de normaliser les appels au marché financier pour les rendre plus réguliers et moins coûteux. Celle-ci s'est traduite essentiellement par deux mesures : le recours à la technique de l'adjudication et la création des OAT. Par ailleurs, la suppression de la retenue à la source des emprunts autres que ceux de l'État le 1^{er} janvier 1987 a mis fin à une ancienne distorsion de concurrence au profit de l'État.

La technique de l'adjudication, déjà utilisée pour les bons du Trésor, a remplacé à partir de juillet 1985 la technique traditionnelle de placement des emprunts d'État par un syndicat bancaire « à prise ferme ». À partir de 1986, les adjudications ont été organisées sur un rythme mensuel, selon un calendrier préfixé à partir de 1987. Les banques ont été mises en concurrence sur le prix tout compris (intérêt et commission). Le Trésor annonçait à l'avance une fourchette des montants qu'il souhaitait lever, le choix définitif se faisant lors du dépouillement de l'adjudication tous les premiers jeudis du mois à la Banque de France. À partir de 1987, le Trésor a annoncé dès la fin de l'année précédente les montants annuels qu'il envisageait de lever. Cela a permis de faire jouer pleinement la concurrence et de refléter les tendances du marché. On estime que cette technique d'émission a permis à l'État d'économiser 0,5 % de taux d'intérêt sur les émissions de sa dette.

134

La création des obligations assimilables du Trésor a visé à remédier à la multiplication des emprunts d'État aux caractéristiques différentes et qui avaient un marché secondaire étroit. Ainsi, en 1985, l'État avait émis 8 emprunts différents pour 100 MdF. La technique de l'assimilation permet de rattacher une émission de l'État à une tranche émise antérieurement. On obtient ainsi des lignes de cotation moins nombreuses et d'un montant unitaire qui peut être très élevé et permettre ainsi un marché secondaire large et liquide susceptible d'attirer les gros investisseurs institutionnels, y compris les investisseurs étrangers. Le prix d'émission des nouvelles tranches est ajusté automatiquement en fonction de l'évolution du marché puisqu'il résulte de la technique d'adjudication. Les autres caractéristiques des tranches nouvelles restent identiques à celle de l'émission initiale (durée, montant du coupon). En 1987, le Trésor a emprunté 94 MdF en utilisant seulement cinq lignes d'OAT.

Une importante campagne de communication, s'appuyant sur les spécialistes en valeurs du Trésor, a été entreprise vis-à-vis des professionnels en France dès 1987 et à l'étranger dès 1988. Le slogan de ces campagnes était : « la solidité de l'État, la liquidité du marché » se dégageant sur l'image du buste de Colbert à côté d'un écran Reuter cotant les OAT.

Ces réformes ont eu rapidement des résultats significatifs :

– la liquidité des OAT est vite devenue élevée : le volume des transactions sur les obligations du Trésor à la Bourse de Paris est passé de 280 MdF en 1985 à 960 MdF en 1986 et 1 600 MdF en 1987 ; l'OAT à dix ans (9,8 % en 1996) a été la valeur la plus traitée à la bourse de Paris en 1987 et la valeur européenne la plus traitée par l'organisme de compensation européen CEDEL ;

– le différentiel de signature entre l'État et les autres emprunteurs sur le marché financier s'est accru, en particulier en raison de l'intérêt porté par les investisseurs étrangers aux OAT à cause de leur liquidité et aussi du bon degré de prévisibilité des besoins du Trésor lié aux annonces annuelles et mensuelles et au calendrier préfixé. Lors de la crise boursière de septembre 1987, qui était accompagnée par une forte remontée des taux, le Trésor a décidé de maintenir son adjudication mensuelle alors que certains le pressaient d'y renoncer « pour ne pas aggraver la situation », il a pris le minimum des fourchettes annoncées, mais a ainsi montré aux investisseurs son engagement à ne pas renoncer à la prévisibilité de sa politique d'émission et je suis convaincu que cette décision a définitivement ancré la fiabilité de la politique d'émission notamment auprès des investisseurs étrangers.

LA CRÉATION DE DEUX CONTRATS À TERME SUR LES INSTRUMENTS DE LA DETTE PUBLIQUE

135

La création du Matif à la bourse de Paris, l'une des réformes importantes menées sous l'autorité de Pierre Bérégovoy en 1984 et 1985, répondait à l'objectif essentiel de permettre aux entreprises de se protéger contre les risques financiers dus à l'instabilité des marchés, elle-même parfois créée par des changements forts et imprévus de politique économique ou de la conjoncture.

À partir de la fin des années 1970, il y a eu ainsi des variations très fortes de taux d'intérêt et c'est pourquoi les deux premiers contrats sur le Matif en 1986 ont eu pour objectif de permettre une protection contre les variations des taux d'intérêt pour un coût faible. Il était logique de choisir un contrat à court terme et un à long terme portant sur des titres de la dette publique, qui possèdent la profondeur et la liquidité nécessaires pour servir de support à ces contrats. Le premier contrat portait sur un emprunt notionnel à dix ans et le second sur un bon du Trésor à trois mois.

La négociation du contrat sur emprunt notionnel a vite connu un grand succès. En 1987, le nombre de transactions sur ce contrat a dépassé le marché à terme de Londres. Celui sur le bon du Trésor à trois mois a connu un développement plus lent.

LE DÉBUT D'UNE POLITIQUE DE GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE

Pendant de nombreuses années jusqu'en 1985, le Trésor ne se souciait plus de sa dette une fois celle-ci émise. C'était d'ailleurs le cas de la plupart des pays de l'OCDE à l'époque, à l'exception de la Belgique et de la Suède, mais aussi de nombreux émetteurs privés.

L'intervention d'un émetteur sur le marché de sa dette peut cependant atteindre des objectifs intéressants : garantir la bonne tenue de sa signature ; lisser l'échéancier de sa dette ; profiter des opportunités de marché (décote d'un emprunt par rapport à un autre, possibilités d'échange de titres intéressantes) pour diminuer le coût de la dette, par exemple en rachetant des « vieux » emprunts ; enfin anticiper le remboursement *in fine* d'un emprunt indexé devenu très important (l'emprunt Giscard indexé sur l'or et remboursable *in fine* au début de 1988).

La réactivation du Fonds de soutien des rentes (FSR), créé en 1937 « en vue de régulariser le marché des rentes », a été la première mesure d'intervention sur le marché secondaire de la dette publique. Un toilettage juridique a permis d'adapter l'outil à une gestion active de la dette. Le FSR a été autorisé à exécuter « toute opération en vue de gérer la dette de l'État », sur tous les marchés, sous le contrôle d'un Comité directeur dont les membres sont le gouverneur de la Banque de France, le directeur du Trésor et le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations (CDC), qui est l'opérateur du FSR. Dès la fin de 1986, le portefeuille du FSR était de 5 MdF, soit 1 % du montant des emprunts et on estimait que ses interventions sur le marché avaient fait économiser 200 MF à l'État. À l'automne 1987, en pleine remontée des taux longs, le FSR a mené ses premières opérations d'« échanges de taux d'intérêt » (taux fixe contre taux variable) avec les banques françaises pour 4,5 MdF. Ces opérations ont été aussi les premières dans le monde.

La création de la CADP, sous le gouvernement de Jacques Chirac et sous l'autorité d'Édouard Balladur, a eu pour but d'affecter une partie des produits de la privatisation des entreprises publiques à la diminution de la dette de l'État. Le Conseil d'administration de la CADP était présidé par le gouverneur de la Banque de France, et composé d'un membre du Conseil d'État, d'un membre de la Cour des comptes, du directeur du Trésor et du directeur général de la CDC ; son secrétariat était assuré par la Direction du Trésor et la CDC en était l'opérateur comme pour le FSR. Les deux principales différences de la CADP par rapport au FSR sont qu'elle travaille à partir de ressources budgétaires et que son action est limitée à amortir les titres achetés.

En pratique, les deux entités ont travaillé de façon complémentaire et l'une de leurs activités communes importantes entre l'été 1987 et mars 1988 a été de gérer le remboursement de l'emprunt Giscard de 1973. Cet emprunt, remboursable *in fine* en mars 1988 et indexé sur l'or, faisait courir un risque important aux finances publiques : au début de 1987, on estimait, sur la base du prix de l'or à ce moment-là, que le remboursement *in fine* risquait de dépasser les 60 MdF en un seul jour, soit près de la moitié des émissions d'OAT normalement prévues sur l'année ! Le FSR et la CADP ont donc mis en œuvre une politique continue de rachat de titres de cet emprunt sur les marchés, qui a permis de diminuer par deux la charge du remboursement final. Le FSR a mis aussi en place des couvertures sur le marché de l'or pour se prémunir d'une hausse du cours de l'or.

Une opération beaucoup plus symbolique a consisté à racheter la « vieille dette perpétuelle », dont la partie la plus ancienne remontait au XVII^e siècle (héritiers de Riquet, le constructeur du Canal du Midi, etc.) et dont les frais de gestion étaient disproportionnés par rapport à l'encours (500 MF).

LA CRÉATION DES SVT

137

Sur le modèle de ce qui existait depuis longtemps aux États-Unis sous le nom de « *primary dealers* », la direction du Trésor a constitué, à partir de la fin de 1986, un petit réseau de correspondants permanents appelés « spécialistes en valeurs du Trésor ». Treize établissements ont été sélectionnés au départ, dont sept grands établissements de la place de Paris, deux banques étrangères actives à Paris, deux banques de trésorerie actives sur le marché monétaire et deux agents de change. La liste des SVT a été revue régulièrement, en tenant compte notamment de leurs performances et de l'évolution des marchés.

Les SVT ont trois missions essentielles : ils doivent être « teneurs de marché » (« *market-makers* »), c'est-à-dire assurer en permanence la liquidité des valeurs du Trésor (bons du Trésor et OAT) sur le marché secondaire ; ils doivent informer régulièrement le Trésor sur l'évolution de ces marchés et le conseiller pour l'émission et la gestion de sa dette ; ils doivent placer ces valeurs dans leur clientèle. De son côté, le Trésor les réunit et les informe régulièrement et les associe à la définition de sa politique. Enfin, le Trésor et les SVT ont mené dès 1987 des actions communes de promotion des valeurs du Trésor, notamment à l'étranger (*road-shows*).

L'ÉMISSION DU PREMIER EMPRUNT EN ÉCUS

Lors des réflexions sur la réforme de la politique de la dette publique en France, la question s'était posée de compléter les OAT en francs par une émission en devises étrangères comme le faisaient à l'époque de nombreux pays européens. Le choix avait alors été de commencer par se concentrer sur des émissions en francs selon les nouvelles modalités pendant plusieurs années pour ancrer cette politique notamment à l'égard des investisseurs étrangers. À partir de l'été 1988, les OAT étant devenus une référence solide et attractive sur le marché mondial, le ministère des Finances a commencé à étudier les possibilités d'emprunter en écus.

L'écu était alors l'unité de compte du budget de la Communauté économique, basé sur un panier de monnaies des États membres, qui commençait à être utilisé sur les marchés de la dette par des institutions communautaires (la Commission, la BEI – Banque européenne d'investissement), mais aussi par des États (en premier lieu l'Italie et la Belgique) et des entreprises.

La décision d'emprunter en écus était aussi une décision politique liée à la position de la France dans la négociation sur la création de l'Union économique et monétaire qui avait commencé avec la publication du rapport Delors au début de 1989. La France défendait la transformation de l'écu en monnaie unique à la fin du processus de transition prévu par ce rapport et qui allait faire l'objet de la négociation entre les douze États membres au début de 1990.

Dans ce contexte, Pierre Bérégovoy, qui allait participer à ces négociations jusqu'à leur conclusion à Maastricht au début de 1992, avait jugé de bonne politique que le Trésor commence à emprunter en écus pour renforcer le rôle de l'écu, mais aussi pour anticiper le développement de ce marché et y positionner ainsi l'État français et la place de Paris.

Le premier emprunt en écus a été lancé en mai 1989. Dès 1990, le Trésor émettait en écus une fois par trimestre et ces emprunts ont connu un succès grandissant et ont contribué à préparer le passage à l'euro en 1999.

CONCLUSION : BILAN ET HÉRITAGE

Depuis 1990, la dette de l'État en France a malheureusement augmenté de façon spectaculaire : elle est passée de 35 % du PIB à 80 % à la fin de 2019 (auquel il faut ajouter une dette sociale et une dette des collectivités locales), dans un environnement de taux qui est heureusement beaucoup plus favorable.

L'émission et la gestion de cette dette se sont sophistiquées depuis la fin des années 1980. La différence la plus visible est dans la taille des équipes : le bureau A1 de la Direction du Trésor comptait entre quatre et cinq emplois à temps plein (secrétaire comprise) consacrés à cette mission à la fin des années 1980 ; l'Agence France Trésor, créée en 2001, dirigée par un directeur général placé sous l'autorité du directeur général du Trésor, en comptait 47 à la fin de 2018.

Les techniques ont aussi évolué, les réformes et les innovations ont continué : OAT indexées sur l'inflation à partir de 1998, fusion du Fonds de soutien des rentes et de la CADP en une Caisse de la dette publique en 2003, OAT « verte » en 2018 pour placer l'État français comme une référence sur le marché mondial des « obligations vertes », etc.

À noter enfin que la plupart de ce qui a été créé par les réformes entreprises à partir de 1985 continue à exister plus de trente ans après : les BTF (qui continuent d'être émis tous les lundis), les OAT (qui continuent à être émises le premier jeudi du mois), les contrats à terme sur la dette publique, la Caisse de la dette publique (qui a judicieusement fusionné FSR et CADP), les SVT, etc. Sur tout la dette publique française continue toujours d'attirer les investisseurs, notamment étrangers, et à être traitée de façon favorable sur les marchés, y compris vis-à-vis des États concurrents sur le marché de l'euro.

139

Cet héritage confirme le succès de la panoplie des réformes de l'émission et de la gestion de la dette publique mises en œuvre entre 1985 et 1989.

BIBLIOGRAPHIE

ASSOCIATION DES ANCIENS MEMBRES DE CABINET DE PIERRE BÉRÉGOVOY (FRANCE) (1998), « Pierre Bérégo-voy : une politique économique », actes du colloque du jeudi 25 avril 1996 au Conseil économique et social, Imprimerie nationale.

L'EXPRESS (1988), « L'État est-il trop endetté ? », n° 1873, 29 mai, pp. 96-106.

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES ET DU BUDGET (1984-1986), *Livre blanc sur la réforme du financement de l'économie*, La Documentation française, 1986.

PONS J.-F. (1988), « Réforme de la politique d'émission et de la gestion de la dette publique en France (1985-1987) », *Revue d'économie financière*, n° 4.

