

## Histoire de la dette

### 2. [Comment l'Etat est devenu un marchand de dette](#)

Jean-Christophe Catalon, *Alternatives économiques*, 11 février 2021

***La façon dont s'endette la puissance publique aujourd'hui est issue d'une longue transformation, approfondie dans les années 1980, visant à développer le marché de la dette et à faire de l'Etat un emprunteur comme un autre.***

Dans les couloirs de Bercy, on croise des agents des douanes ou des impôts, des économistes ou des ministres, mais aussi des vendeurs d'un genre un peu spécial : des marchands de dette. Imaginez de grandes halles avec des commerçants proposant des produits de toutes sortes. Ces entrepôts, ce sont les marchés de capitaux et, derrière l'un des étals, se trouvent des fonctionnaires du Trésor.

Leurs produits ? Du BTF à 3 mois ou à 1 an, de l'OAT à 10 ans, indexée sur l'inflation à la demande, ou même verte pour les clients écolos. Il y en a pour tous les goûts. Ces sigles barbares, ce ne sont pas des références de vins ou de fromages, mais les différents titres de dette publique qu'émet l'Etat pour financer ses déficits, à savoir des bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF) et des obligations assimilables du Trésor (OAT).

Créée il y a tout juste 20 ans, le 8 février 2001, l'Agence France Trésor se charge chaque semaine de ces opérations financières. Son existence est le symbole d'une transformation radicale de la façon dont l'Etat s'endette, comme de la position qu'il s'attribue dans l'organisation et la gestion de l'économie.

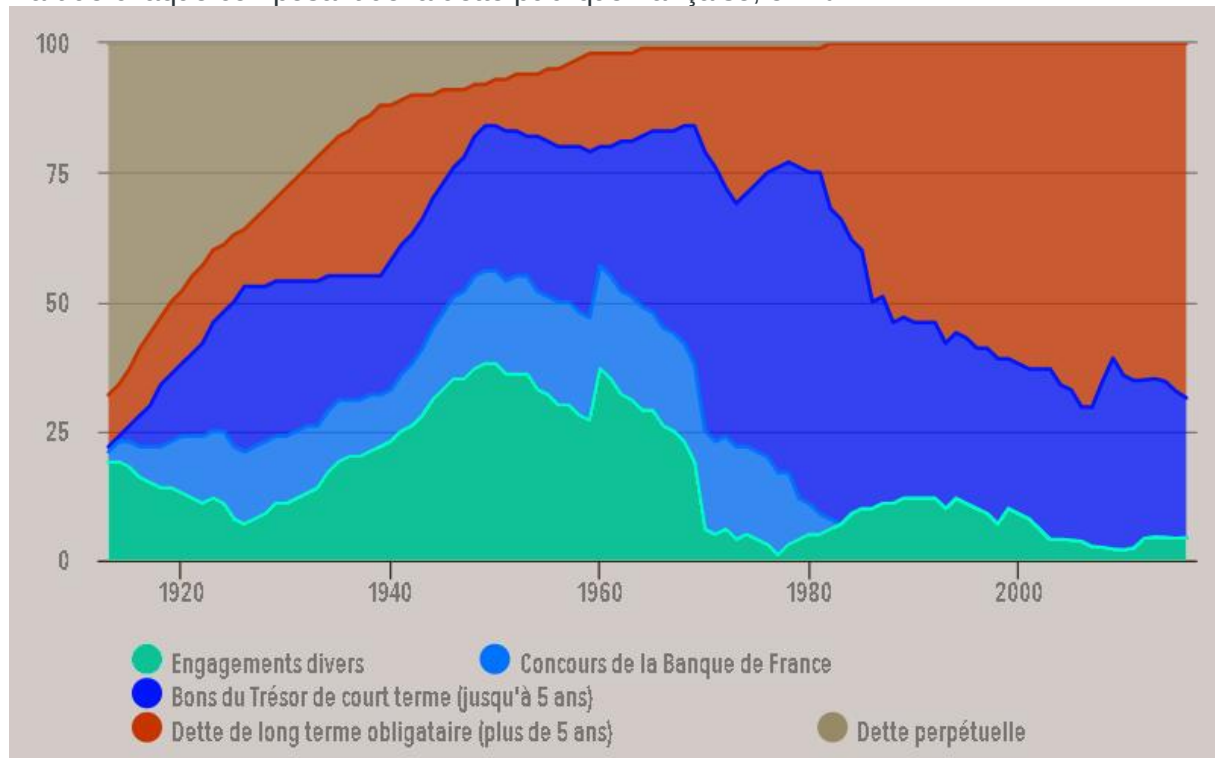
« A une économie financée par les banques et les établissements financiers plus ou moins strictement contrôlés par le Trésor et la Banque de France doit succéder une économie financée par les marchés à l'instar des Etats-Unis et du Royaume-Uni », résumant parfaitement les historiens Michel Margairaz et Danielle Tartakowsky dans [L'Etat détricoté – de la Résistance à la République en marche \(Editions du Détour, 2020\)](#).

Ayant fait de la lutte contre l'inflation leur cheval de bataille, les gouvernements des années 1960 rompent avec les méthodes d'après-guerre, en particulier avec la prédominance du « circuit du Trésor » (voir le premier épisode de cette série : « [quand l'Etat dictait sa loi à la finance](#) »), accusées – à tort ? – d'alimenter la hausse des prix. Une série de réformes est lancée pour développer les marchés financiers afin d'aller capter l'épargne longue.

Puis vinrent les grèves de mai 1968, les chocs pétroliers des années 1970, la stagflation (mélange de stagnation économique et d'inflation élevée) et la fin du système de Bretton Woods. Dans un contexte si chahuté, le statu quo est de rigueur. Ce n'est qu'à la fin de la décennie que le mouvement de libéralisation bancaire, boursière et financière reprend, puis s'amplifie considérablement dans les années 1980, au point de devenir irréversible.

## Les emprunts de long terme sur les marchés sont devenus la norme

Part de chaque composant de la dette publique française, en %



Source : Commission des finances du Sénat (à partir de données de l'Insee)

### Se hisser parmi les meilleures marques de dette du monde

En 1981, la gauche arrive au pouvoir pour la première fois sous la V<sup>e</sup> République, avec des promesses de lutte contre le chômage et de reprise en main de l'économie par des nationalisations. Son plan de relance arrive cependant à contretemps par rapport aux autres pays occidentaux. Ses effets se traduisent davantage par une hausse des importations.

Au ministère des Finances, on dramatise le creusement du déficit, résultat de dirigeants politiques qualifiés « *d'idéologues inexpérimentés* », retrace le sociologue Benjamin Lemoine dans [L'ordre de la dette – enquête sur les infortunes de l'Etat et la prospérité du marché \(La découverte, 2016\)](#). La France se résout en 1983 à quémander un prêt de 4 milliards de dollars à l'Arabie saoudite et obtient une aide *in extremis* du FMI. Un épisode vécu comme humiliant par les protagonistes.

C'est dans ce contexte qu'un « consensus » se forme sur le fait « *qu'il faut absolument moderniser les modes de financement de l'Etat* », raconte Daniel Lebègue, à l'époque conseiller économique au cabinet du Premier ministre Pierre Mauroy, dans un entretien avec Benjamin Lemoine. Ce consensus dépasse les clivages politiques, gauche et droite vont approfondir la tendance sans discontinuer.

« *Si on fait la liste des réformes pilotées par le Trésor entre 1984 et 1991, c'est une véritable déferlante : suppression du contrôle des prix, levée de l'encadrement du crédit, modernisation du système bancaire, création du marché monétaire, réforme de la Bourse...* », énumèrent les journalistes Eric Aeschmann et Pascal Riché dans [La guerre de sept ans – histoire secrète du franc fort 1989-1996 \(Calmann Lévy, 1996\)](#). « *A chaque pas, il s'agit de mettre la France aux normes anglo-saxonnes, de plonger dans la modernité financière.* »

L'objectif de ces réformes est d'obtenir « un financement moins coûteux de l'économie, mais aussi – surtout ? – un financement plus international, plus aisé et moins onéreux pour l'Etat »

A l'époque, se transformer en marchand de dette est à la mode, toutes les grandes économies européennes s'y mettent. Mais, la France ne se contente pas de suivre le mouvement, elle se lance à fond dans la compétition et veut être la meilleure. L'ambition n'est ni plus ni moins que « *de faire de la dette publique française l'une des plus liquides au monde avec celle des Etats-Unis* », souligne l'historienne Laure Quennouëlle-Corre, dans un article intitulé [Dette publique et marchés de capitaux au XX<sup>e</sup> siècle : le poids de l'Etat dans le système financier français](#).

Quelle est la recette pour hisser son produit en tête des ventes ? Avoir un espace de commercial assez grand pour accueillir le plus de clients possible, proposer des produits attractifs à la pointe de la technologie, en assurer la distribution, la promotion et le service après-vente. C'est exactement ce à quoi s'emploie l'Etat depuis les années 1980, et même encore aujourd'hui.

Au bout du bout, « *dans la conjoncture de déficit budgétaire élevé et de forts taux d'intérêt* », l'objectif de ces réformes est d'obtenir « *un financement moins coûteux de l'économie, mais aussi – surtout ? – un financement plus international, plus aisé et moins onéreux pour l'Etat* », relèvent Michel Margairaz et Danielle Tartakowsky.

### **S'endetter sur les marchés : tout le monde s'y met**

Part de la dette levée sur les marchés, en % de l'encours total

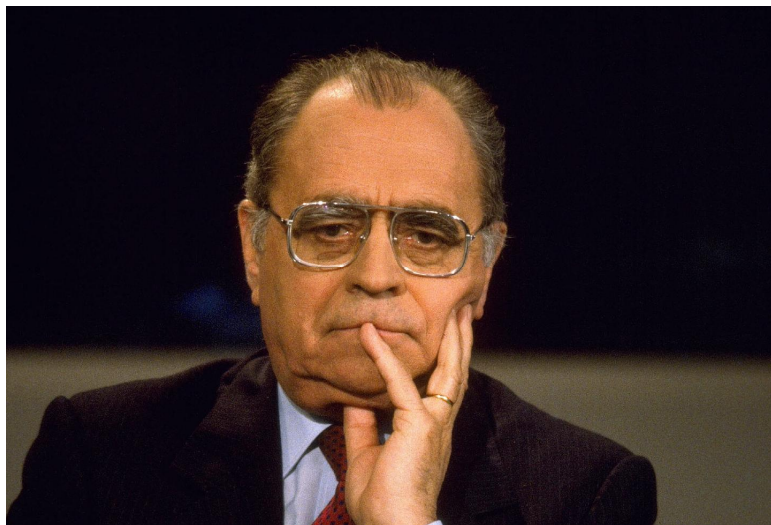


Source : Abbas et al. (FMI)

### **Le Trésor présente « sa nouvelle collection »**

A son arrivée rue de Rivoli en juillet 1984 (le ministère des Finances n'était pas encore à Bercy), Pierre Bérégovoy lit de « *l'indifférence et la condescendance* » sur le visage des hauts fonctionnaires. Dès ses vœux de 1985, le ministre y voit désormais « *estime et respect* ». Qui aurait cru que « *l'alibi ouvrier des réunions du PSU* », comme le qualifient Eric Aeschmann et Pascal Riché – Pierre Bérégovoy étant un ancien employé de Gaz de France –, deviendrait l'artisan de la financiarisation de l'économie française ? Le politique s'est-il fait aspirer par l'administration ? « *Quand je le vois il est très à gauche, quand il m'écrit il est pire que Raymond Barre !* », se serait exclamé François Mitterrand<sup>1</sup>.

Secondé par son directeur de cabinet Jean-Claude Naouri et son conseiller Claude Rubinowicz, Pierre Bérégovoy lance, dès son premier passage aux Finances, des réformes décisives. Première étape ? Elargir la clientèle des titres de dette française.



Pierre Bérégovoy, ministre des Finances de François Mitterrand, de 1984 à 1986 puis de 1988 à 1992, le 13 mars 1990.  
(Photo : Thomas RIBOLOWSKI/REA)

Pour ce faire, l'enjeu est de redonner à la place financière de Paris sa position majeure de 1914, afin d'y attirer des investisseurs étrangers. D'abord, en agrandissant le marché de capitaux, en le décloisonnant, pour rassembler sous un même toit les négoce de titres courts (marché monétaire) et de titres moyens et longs (marché financier). Puis en diversifiant ses services, avec la création du Matif, le marché à terme international. Ouvert en février 1986, il permet aux investisseurs, par des opérations sophistiquées, de se prémunir des fluctuations des taux.

L'étape suivante consiste à commercialiser un produit innovant, à la pointe de la technologie. En 1985, sur le modèle des « *bills, notes et bonds* » américains sont créés les BTF (bons à taux fixe), BTAN (bons à intérêts annuels) et, le produit phare, l'OAT (obligation assimilable du Trésor). Les titres sont dématérialisés : fini le temps des coupons détenus par Monsieur et Madame Tout-le-monde. Les particuliers ne peuvent plus en être directement des détenteurs, mais doivent passer par des assureurs ou des fonds de pension.

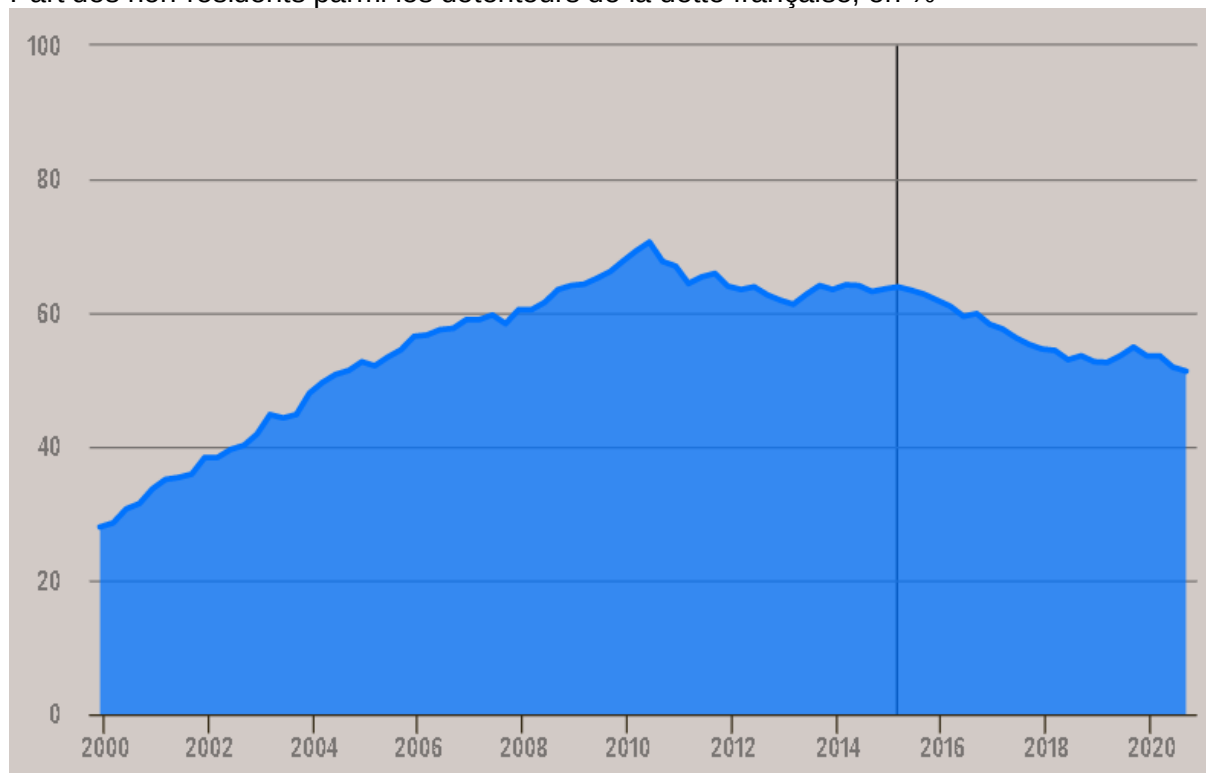
« *Le Trésor français est aujourd'hui dans la position d'une entreprise qui a complètement renouvelé sa gamme de produits et qui présente actuellement sa nouvelle collection à ses clients potentiels, tant étrangers que français* », décrit Daniel Lebègue, devenu directeur du Trésor, lors d'une conférence à Londres en 1987<sup>2</sup>.

Sa collection, l'Etat ne la vend pas directement à ses clients. Les halles de la dette sont un marché de gros. Entre les fonds de pension et le Trésor se trouve un intermédiaire : les SVT. Oubliez vos cours de biologie du collège, ce sigle désigne les « spécialistes en valeurs du Trésor », un club d'une quinzaine de banques auxquelles le ministère des Finances attribue un mandat de trois ans renouvelable pour l'épauler dans la distribution de sa dette.

Leur rôle est clé, puisque ce sont elles qui amènent leurs clients aux séances d'adjudication – sortes de ventes aux enchères à l'issue desquelles le volume et le taux des emprunts sont fixés – dont le recours se généralise, une fois encore sur le modèle anglo-saxon. Les SVT assurent aussi l'animation du marché secondaire, ou marché de l'occasion des titres de dette.

## Une dette de plus en plus détenue par des investisseurs étrangers avant l'intervention de la BCE

Part des non-résidents parmi les détenteurs de la dette française, en %



N. B. : la barre blanche désigne la date de mars 2015 à partir de laquelle la BCE a lancé son programme de rachats de dette. Ce sont les banques centrales nationales qui se chargent des opérations. La Banque de France a donc dans son portefeuille davantage de titres de dettes de l'Etat, ce qui explique notamment pourquoi la part des non-résidents baisse depuis. Source : Banque de France

### Un « package »

Enfin, la qualité du produit ne suffit pas à son succès, il faut en faire la publicité. Les fonctionnaires du bureau A1, l'ancêtre de l'Agence France Trésor, deviennent des « *VRP de la République* », selon l'expression de Benjamin Lemoine dans un article pour *La Vie des idées*<sup>3</sup>.

Europe, Amérique, Asie, Moyen-Orient... ils sillonnent le monde à la rencontre des investisseurs lors de « *road shows* », des tournées promotionnelles des « valeurs du Trésor » – littéralement le nom du catalogue des titres de dette française.

« *Des valeurs tant financières que politiques et morales* », observe le sociologue<sup>4</sup>. Lors de leurs exposés, ils présentent toutes les « bonnes » raisons d'investir en France. Et celles-ci dépassent le seul cadre financier. Car les investisseurs ne s'intéressent pas qu'au calendrier des adjudications.

« *Les marchés se mettent à regarder de près les comptes de la maison France, comme n'importe quel actionnaire consulte régulièrement le rapport annuel de la société dans laquelle il investit* », comparent Eric Aeschmann et Pascal Riché. Désormais, l'Etat « *s'expose aux jugements des détenteurs d'épargne et des prêteurs de toute nature (entreprises, assurance vie, banques et institutions publiques) des agences de notation et des analyses financiers* », complète Benjamin Lemoine.

Avant de rencontrer ses clients potentiels, les agents du Trésor missionnent les SVT pour sonder leurs préoccupations. En préparation d'une réunion à Londres en 1987, ils reçoivent par exemple une batterie de questions allant de « *quels secteurs de l'économie sont en croissance ?* » à « *le coût du travail est-il en train de croître ?* », mais aussi des interrogations plus politiques : « *Comment décririez-vous une politique "socialiste" ? Que*



*pensez-vous du fait que le Parti communiste gagne assez de soutien pour partager le pouvoir ?* »<sup>2</sup> Un ancien agent de l'AFT raconte qu'il gardait toujours un graphique sur les jours de grève pour montrer que le climat social était bien plus calme que dans les années 1980

*« Le désir pour les produits de dette que les agents du Trésor cherchent à susciter parmi les investisseurs comprend, dans un même package, tant les politiques monétaires et économiques que les orientations à moyen et long terme de la société française »,* résume le sociologue, chercheur à l'Irisso-Dauphine. *« En achetant la dette d'un Etat, un investisseur achète aussi l'idée qu'il se fait de l'avenir d'une économie et de la stabilité de cet ordre politique. »*

Pour que le désir reste vivace, il faut constamment être en mesure de dissiper les préoccupations qui pourraient naître autour de la capacité de l'Etat à payer ses dettes, de montrer que *« les politiques publiques vont dans le sens que les marchés attendent »*, poursuit-il<sup>5</sup>.

Le Trésor *« rassure [les investisseurs], les câline, gère le service après-vente »*, écrivent Eric Aeschmann et Pascal Riché. Une inquiétude sur le retour des dévaluations ? *« Si l'Etat veut continuer à emprunter auprès des étrangers, il faut impérativement que le message passe : le franc ne va pas dévaluer »*, retracent les deux journalistes. Sur les effets des mouvements sociaux ? Un ancien agent de l'AFT, interrogé par Benjamin Lemoine, raconte qu'il gardait toujours un graphique sur le nombre de jours de grève par travailleur pour montrer que le climat social était bien plus calme que dans les années 1980<sup>5</sup>.

### **Mélange des genres entre haute administration et haute finance**

Les agents du Trésor sont d'autant plus à l'aise pour aborder ces questions qu'ils bénéficient d'un crédit politique, ce qui n'est pas le cas de tous leurs homologues étrangers. Ailleurs, les gestionnaires de la dette publique n'ont souvent que cette mission. A l'inverse, le bureau A1 fait partie de l'organigramme de la puissante direction générale du Trésor. Ses membres peuvent consulter les notes de leurs collègues sur l'état de l'économie et les potentielles réformes. Mieux, ils ont même accès au ministre des Finances. Les investisseurs les perçoivent comme *« un point d'entrée dans le gouvernement français »*<sup>5</sup>.

Mais voilà, une nouvelle mode se propage en Europe : créer des agences de la dette. Dans les années 1980, cette idée figure en bonne place dans la liste des recommandations des organisations internationales (OCDE, FMI et Banque mondiale). Il s'agit de *« verrouiller l'évolution vers un financement de l'Etat sur le marché obligataire en autonomisant les fonctions d'émissions de dette au sein de l'administration »*, détaille Benjamin Lemoine à *Alternatives Economiques*. Dans le prolongement de l'indépendance des banques centrales (celle de la Banque de France est actée en 1993, lors de la traduction dans la loi française du traité de Maastricht), l'objectif est de mettre le politique à l'écart afin d'éviter qu'il ne *« distorde »* leur bon fonctionnement à des fins électoralistes.

Sur le Vieux Continent, la Suède montre la voie en ouvrant son agence en 1989, puis l'Irlande, le Danemark et ainsi de suite. Chacun s'y met progressivement au cours des années 1990... et à sa manière. En queue de peloton, on retrouve le Royaume-Uni qui, en 1997, transfère ses gestionnaires de dette de la banque centrale... au Trésor ; contrairement à l'Allemagne qui, en 2000, crée carrément une SARL détenue à 100 % par l'Etat et l'installe à Francfort-sur-le-Main, adresse de sa place financière située à plus de 550 kilomètres de Berlin.

Haut fonctionnaire au Trésor, ancien chef du bureau A1, Sylvain de Forges n'est pas favorable à ce modèle, notamment parce qu'il couperait l'agence de la gestion de la trésorerie. A la manière d'un directeur financier d'une entreprise, le trésorier, dans sa conception, peut demander aux ministères *« dépensiers »* de rendre des comptes. *« [Sa] capacité à dépiauter le fonctionnement de l'appareil d'Etat est sans limites connues »*, lance-t-il dans un entretien avec Benjamin Lemoine<sup>5</sup>.

## Des « chouaps » et des « traders »

Une fois encore un ministre socialiste va jouer un rôle clé. Il s'agit cette fois de Laurent Fabius. Nommé à Bercy en mars 2000, il entreprend de relancer le chantier de modernisation du ministère, après l'échec de la fusion entre les services de comptabilité publique et ceux des impôts tentée par son prédécesseur. Le bureau de la dette, composé d'une quinzaine de personnes, n'oppose pas de résistance à un petit rafraîchissement. Dès l'été, le ministre annonce fièrement [lors de la conférence annuelle de « Paris Europlace » la création prochaine de l'AFT](#). Il se félicite que la nouvelle entité puisse proposer des *swap*, qu'il prononce « *chouaps* », suscitant une explosion de rires dans la salle, confie un participant à Benjamin Lemoine<sup>5</sup>.

Où va-t-on l'installer cette agence de la dette ? A la Défense ou dans le quartier de l'Opéra au milieu des gestionnaires d'actifs ? Cela pourrait être mal vu par l'opinion. Puis, en cas de pépin, le ministre serait tout de même tenu pour responsable, il vaut mieux que le directeur de l'AFT puisse accéder facilement à son bureau. C'est décidé : l'agence reste à Bercy. Dans ces conditions, Sylvain de Forges accepte d'en devenir le premier directeur général, avant de rejoindre le groupe Veolia en 2003.

## L'Etat emprunte à des taux toujours plus faibles

Taux mensuel moyen de l'emprunt français à 10 ans, en %



Source : Banque de France

A l'image du nouveau nom du service (le bureau A1 avait déjà été renommé France Trésor en 1999), les changements sont finalement minimes. L'équipe s'étoffe toutefois, en accueillant dans ses rangs des « *traders* » pour sa nouvelle salle des marchés. Cette spécialisation conduit à un mélange des genres où Etat et banques cherchent les mêmes profils. Les jeunes fonctionnaires doivent faire un stage dans le privé, et le pantouflage, ces allers-retours entre les établissements financiers et le Trésor, se banalise. On assiste à « *un enchâssement de la haute administration dans la haute finance* », observe Benjamin Lemoine<sup>6</sup>.

Face aux investisseurs, l'AFT joue de l'ambiguïté de son statut hybride, à la fois indépendante du politique et ayant accès au ministre. A l'inverse, au sein de l'appareil d'Etat, elle est d'autant plus le relais de leurs attentes. Pour le sociologue, l'aboutissement et

l'irréversibilité de la marchandisation de la dette publique ont ôté ce qui fait de l'Etat un acteur spécial, son caractère « *suzerain* », pour le transformer en un emprunteur comme un autre. La puissance publique ne traite plus les banques comme des « *vassaux* » mais des « *partenaires* », elle se plie au fonctionnement du marché et s'inscrit dans le même mode de pensée que les investisseurs.

En soi, l'objectif est rempli : les taux d'intérêt auxquels l'Etat emprunte n'ont pas cessé de baisser depuis plus de trente ans. Mais à quel prix ?

1.Eléments retracés dans le numéro de *Libération* du 23 juin 1989, et dans *Verbatim I* (éditions Fayard, 1993) par Jacques Attali, cités par Eric Aeschmann et Pascal Riché dans *La guerre de sept ans*.

2.Archives du CAEF, ministère des Finances, cités par Benjamin Lemoine dans *L'ordre de la dette*.

3.Voir : « [Dette publique, débat confisqué – pourquoi la France emprunte-t-elle sur les marchés ?](#) », par Benjamin Lemoine, *La Vie des idées*.

4.Voir : « [Dettes et devoir d'Etat. Les obligations d'Etat entre crédit financier, ordre social et morale politique](#) », par Benjamin Lemoine, dans *Etat et société politique. Approches sociologiques et philosophiques*.

5.Voir : « [L'Etat stratège pris dans les taux – l'invention d'une agence de la dette publique française](#) », par Benjamin Lemoine, dans *Revue française de science politique* 2016/3-4 (Vol. 66).

6.Voir : « [Les "dealers" de la dette souveraine – Politique des transactions entre banques et Etat dans la grande distribution des emprunts français](#) », par Benjamin Lemoine, dans *Sociétés contemporaines* 2013/4 (n° 92).