
Réforme de la politique d'émission et de gestion de la dette publique en France (1985-1987)

Jean-François PONS Direction du Trésor

Jusqu'en 1985, le financement du Trésor en France reposait sur les instruments suivants : d'une part, *la dette non négociable*, constituée des dépôts de correspondants, parmi lesquels les plus importants sont ceux de l'administration des Postes et Télécommunications, des collectivités locales et des établissements publics ; et des bons du Trésor émis dans le public, appelés « bons sur formules », 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 comptes-courants » ; et des emprunts d'Etat émis dans le public et auprès des investisseurs, selon la technique dite de la « prise ferme » (syndicat bancaire de placement).

En 1970, la dette publique était, pour plus des deux tiers, non négociable. Les obligations du Trésor et les bons du Trésor en compte courant ne représentaient que 32 % de la dette totale. Aujourd'hui les proportions sont inversées (cf. *graphique page 89*).

La réforme de la politique d'émission et de gestion de la dette publique a porté sur les instruments négociables. Cette réforme comporte cinq séries de mesures :

- l'ouverture et la modernisation du marché des bons du Trésor ;
- la normalisation des appels de l'Etat au marché obligataire ;
- la création des deux premiers contrats sur le Marché à terme des instruments financiers (Matif), portant respectivement sur un emprunt d'Etat notional à dix ans et sur les bons du Trésor à trois mois ;
- le début d'une politique de gestion active de la dette publique après son émission, comportant la réactivation du Fonds de soutien des rentes, la création d'une Caisse d'amortissement de la dette publique et la mise en place de procédures d'échange de titres et très récemment des opérations d'échange de titres (*swaps*) ;
- la mise en place d'un réseau de correspondants permanents du ministère des finances, appelés « spécialistes en valeurs du Trésor ».

Cette réforme importante s'inscrit dans un mouvement encore plus vaste de modification de l'ensemble du paysage financier français : décloisonnement des marchés, réduction des procédures de prêts bonifiés, création d'un véritable marché interbancaire, création d'un marché de titres de créances négociables ouvert à tous

DETTE PUBLIQUE

les investisseurs, sortie de l'encadrement du crédit et passage à une politique de régulation monétaire par intervention sur les marchés, réforme de la Bourse...

L'Etat, émetteur principal tant sur le marché des titres de créances négociables que sur le marché des obligations, se devait, par la réforme des conditions de gestion de sa dette, de favoriser ce bouleversement véritablement historique du système monétaire et financier français. En même temps, l'Etat trouve son intérêt propre dans cette réforme, qui lui permet un recours au marché régulier et à moindre coût.

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

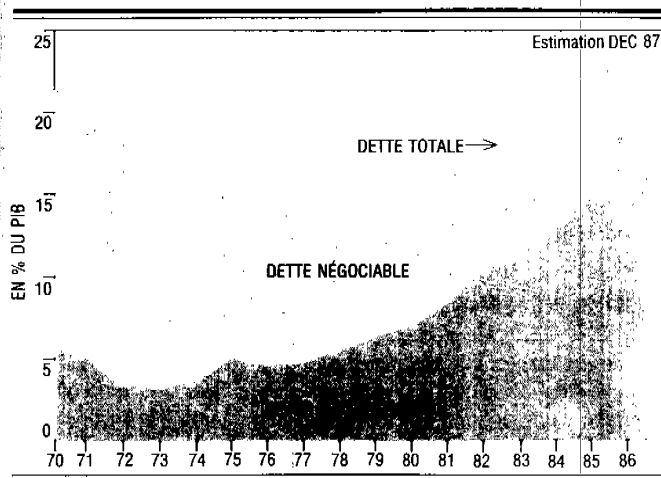
Cette réforme s'oriente vers une ouverture et une modernisation du marché des bons du Trésor négociables. Depuis le début de 1986, les bons du Trésor, autrefois réservés aux seuls intervenants sur le marché interbancaire, sont désormais ouverts à tous les investisseurs, y compris les entreprises et les personnes physiques.

Normalisation des types de bons

Le Trésor n'émet plus aujourd'hui que deux types de bons du Trésor en comptes courants, appelés désormais « bons du Trésor négociables » et qui sont ouverts à tous les investisseurs : des bons à taux fixe et à intérêts précomptés,

89

ÉVOLUTION DE LA DETTE PUBLIQUE EN % DU P.I.B.



DETTE PUBLIQUE

dénommés BTF, et qui sont émis à treize, vingt-six ou cinquante-deux semaines (s'y ajoutent exceptionnellement des émissions de bons à semaines) ; et des bons à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN) qui sont émis à deux ans et à cinq ans. Le montant unitaire de ces bons (5 MF), ainsi que leur régime fiscal, est identique à celui des autres instruments à court terme négociables (certificats de dépôts et billets de trésorerie).

Le Trésor conserve aussi la possibilité d'émettre des bons à taux variable, dénommés BTV, qui contrairement aux bons à taux fixe, sont toujours réservés aux opérateurs traditionnels du marché monétaire ; mais cette possibilité n'a plus été utilisée depuis le 1^{er} trimestre 1986.

Une plus grande régularité des conditions d'émission

Les conditions d'émission ont été réformées dans un souci de régularité, en particulier le dépouillement des soumissions aux adjudications, organisé par la Banque de France, a lieu tous les lundis ; et le Trésor annonce trimestriellement un calendrier minimum d'émission de bons du Trésor ouverts à tous les opérateurs. Ce calendrier prévoit quels seront les types des bons émis semaine après semaine pendant tout le trimestre. Il y a en général trois échéances par semaine, les bons à treize semaines étant émis chaque semaine.

Des résultats encourageants

L'encours des bons du Trésor négociables ouverts à tous les investisseurs dépasse aujourd'hui 350 milliards de francs, dont environ 60 milliards de francs détenus par des investisseurs non bancaires.

L'importance de cet encours, mais aussi la normalisation des types de bons et la régularité des appels de l'Etat au marché ont permis une réelle animation du marché secondaire. Celle-ci a été aussi favorisée par l'exclusion progressive du marché interbancaire des investisseurs non bancaires qui y avaient accès (Sicav, assurances, caisses de retraite et de prévoyance) et qui sont donc conduits à replacer leur trésorerie notamment en bons du Trésor (mais aussi en certificats de dépôts et en 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 contribue en effet à animer le marché interbancaire, mais également celui des bons du Trésor.

Ces différents éléments ainsi que l'activité des spécialistes en valeurs du Trésor (*voir dernière partie ci-dessous*) expliquent la plus grande activité que connaît aujourd'hui le marché des bons du Trésor, qui se traduit en particulier par la cotation permanente de ces bons par une quinzaine de banques ou d'établissements financiers. Le volume quotidien des transactions sur ce marché a quasiment triplé depuis l'été de 1986 ; il atteint aujourd'hui environ 6 milliards de francs.

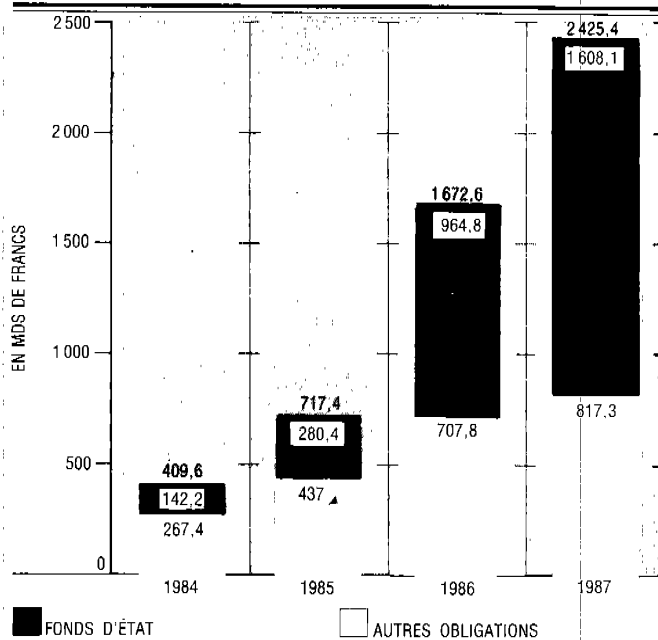
LA NORMALISATION DES APPELS DE L'ÉTAT AU MARCHÉ OBLIGATAIRE

Il existe en France une tradition historique d'emprunts assortis d'avantages fiscaux, d'indexation ou d'autres avantages divers pour les emprunteurs. Cette tradition est celle d'une époque où l'Etat ne levait qu'un ou deux emprunts par an et où ceux-ci revêtaient une grande 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.

En raison de l'accroissement du déficit budgétaire et du souci de ne pas le financer par de la monnaie, mais grâce aussi au développement du marché financier

DETTE PUBLIQUE

VOLUME DES TRANSACTIONS SUR OBLIGATIONS À PARIS



91

français à partir de la fin des années soixante-dix, l'Etat a multiplié le nombre de ses appels au marché obligataire. Cette évolution explique largement la volonté de normaliser les appels de l'Etat au marché, afin de rendre ceux-ci réguliers et moins coûteux. Celle-ci s'est traduite essentiellement par deux mesures : la création des « obligations assimilables du Trésor » et le recours à la technique de l'adjudication dite « à la hollandaise ». En outre, la suppression de la retenue à la source sur les emprunts autres que ceux de l'Etat émis à compter du 1^{er} janvier 1987 a mis fin à une très ancienne distorsion de concurrence au profit de l'Etat sur ce marché.

La création des obligations assimilables du Trésor (OAT)

La technique de l'assimilation vise à remédier à la situation créée, surtout à partir des années 1983-1984, par la multiplication du nombre des emprunts d'Etat aux caractéristiques différentes, due à la croissance des appels de l'Etat au marché obligataire et au caractère limité de la capacité d'absorption instantanée de celui-ci. Ainsi, en 1985, l'Etat a émis 8 lignes présentant des caractéristiques différentes pour un montant global de 100 milliards de francs.

Cette situation n'était pas favorable au développement d'un marché moderne et animé, qui suppose l'existence d'un petit nombre de lignes ayant une capitalisation

DETTE PUBLIQUE

significative afin d'attirer notamment les gros investisseurs institutionnels et les non-résidents. La technique de l'assimilation permet de résoudre ce problème en rattachant une émission de l'Etat à une tranche émise antérieurement. On obtient ainsi des lignes de cotation moins nombreuses et d'un montant unitaire sensiblement plus élevé. Le prix d'émission des nouvelles tranches est ajusté automatiquement en fonction de l'évolution du marché, puisqu'il résulte jusqu'à présent, d'une procédure d'adjudication. Les autres caractéristiques des tranches nouvelles restent identiques à celles de l'émission initiale (durée, montant du coupon, clauses particulières).

Les premières OAT ont été émises en juin 1985. Depuis cette date, l'Etat a procédé à la création de 15 « lignes-mères », ou « réservoirs », dont chacune a ensuite fait l'objet de plusieurs adjudications.

En 1987, le Trésor a emprunté 94 milliards de francs en utilisant seulement 5 lignes d'OAT. Celles-ci étaient les suivantes :

- 4 lignes à taux fixe à sept ans, dix ans, quinze ans et vingt-cinq ans, émises une fois tous les deux mois selon un calendrier publié début 87 ;
- 1 ligne à taux variable à douze ans, dont le taux est indexé sur celui des bons du Trésor à trois mois, et qui est émise tous les mois.

Le recours à la technique de l'adjudication dite « à la hollandaise »

La technique traditionnelle de placement des emprunts d'Etat par un syndicat bancaire (dite « à prise ferme ») a été remplacée à partir de juillet 1985 par une technique d'adjudication. Dans un premier temps, les banques ont été mises en concurrence sur les commissions qu'elles désiraient faire payer à l'Etat. A partir de février 1986, les adjudications ont été organisées à un rythme régulier, en principe mensuel, les banques étant mises en concurrence sur le prix tout compris pour l'Etat (intérêt et commissions) des emprunts nouvellement émis.

La technique retenue est, comme pour les bons du Trésor, celle de l'adjudication dite « à la hollandaise ». Les ordres sont servis aux prix offerts, en servant d'abord les ordres dont les prix sont les plus élevés et jusqu'à concurrence du montant souhaité par le Trésor. Depuis juillet 1986, le Trésor annonce à l'avance une fourchette des montants qu'il souhaite lever, le choix définitif se faisant lors du dépouillement de l'adjudication qui se tient tous les premiers jeudis du mois à la Banque de France.

Cette technique présente l'avantage de faire jouer pleinement la concurrence et de refléter fidèlement les tendances du marché. On peut estimer à environ 0,5 % du montant des émissions l'économie réalisée par le Trésor grâce au recours à cette technique.

Certes, l'Etat a toujours la possibilité de réaliser des emprunts « à prise ferme », mais cette technique est aujourd'hui beaucoup moins utilisée, parce que plus lourde et plus coûteuse. Il n'y a eu en 1987 qu'un seul emprunt à prise ferme, en janvier, pour lancer un emprunt à taux variable indexé sur les bons du Trésor ; la nouveauté de la formule d'indexation et la spécificité de la clientèle potentielle ont justifié le recours à cette procédure pour un montant d'ailleurs limité (5 Mds F).

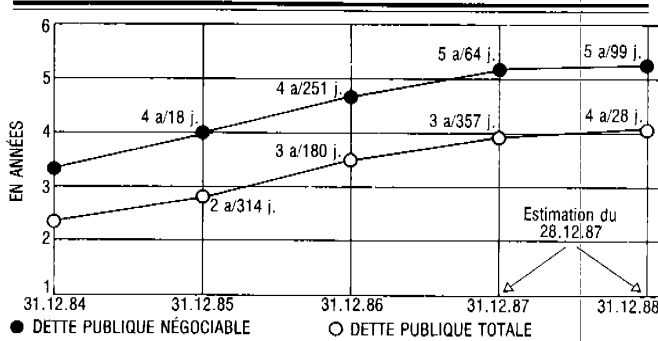
APPRECIATION DE LA REFORME DE LA POLITIQUE D'EMISSION

Sans entrer dans une analyse quantitative approfondie, on peut estimer aujourd'hui que les techniques d'adjudication et d'assimilation sont maintenant bien rodées techniquement et bien acceptées par le marché, y compris par les étrangers ;

DETTE PUBLIQUE

le recours à ces procédures selon un calendrier préfixé a permis à l'Etat de se financer régulièrement, quelles que soient les circonstances du marché. En ce qui concerne les obligations, l'Etat a emprunté 94 milliards de francs depuis le début de l'année en 1987, en modérant ses appels au marché depuis le mois de juin pour tenir compte de la remontée des taux (le montant des émissions est passé de 60 milliards de francs au 1^{er} semestre à 34 au second); la durée moyenne de la dette publique s'est allongée, notamment grâce au succès des émissions de bons à cinq ans (47 Mds F depuis le début de l'année). Au total, cette durée devrait passer de deux ans et demi au 31 décembre 1984 à près de quatre ans au 31 décembre 1987 (cf. *graphique ci-dessous*). Cette consolidation a pris place essentiellement en 1986 et au 1^{er} semestre de 1987, dans une conjoncture de baisse des taux d'intérêt longs. En revanche, cette consolidation n'a pas été poursuivie ces derniers mois, dans un contexte de remontée des taux longs.

EVOLUTION DE LA DURÉE DE VIE MOYENNE DE LA DETTE PUBLIQUE



93

Le différentiel de signature entre l'Etat et les autres emprunteurs sur le marché obligataire a eu plutôt tendance à s'accroître, sans doute en raison de la liquidité des obligations du Trésor et en particulier de l'intérêt porté par les non-résidents à celles-ci. On peut signaler en particulier, que l'OAT 9,8 % 1996 — qui est la valeur la plus traitée en Bourse de Paris avec un peu plus d'1 milliard de francs de transactions quotidiennes — a été aussi la valeur européenne la plus activement traitée au second semestre 1987 par l'organisme de compensation européen CEDEL.

CRÉATION DE DEUX CONTRATS À TERME PORTANT SUR DES INSTRUMENTS DE LA DETTE PUBLIQUE

La création du Matif à la Bourse de Paris répond à un objectif essentiel : permettre aux agents économiques de se protéger contre les risques financiers issus de l'instabilité des marchés, et plus précisément des variations de taux d'intérêt. A partir des années soixante-dix, les fortes variations des taux d'intérêt, en France comme à l'étranger, ont engendré des risques importants pour les prêteurs et pour les emprunteurs de capitaux. La négociation des deux premiers contrats créés sur le

DETTE PUBLIQUE

Matif a pour objet d'organiser la protection contre les variations des taux et permettre l'exploitation de leurs écarts dans des conditions d'efficacité et de sécurité optimales pour un coût aussi faible que possible.

Il était logique de choisir un contrat à long terme et un contrat à court terme et que ces deux contrats portent sur des titres de la dette publique, qui possèdent la profondeur et la liquidité nécessaires pour servir de support à ces contrats. C'est pourquoi le premier contrat négocié sur le Matif (depuis février 1986) porte sur un emprunt notionnel à dix ans et deuxième contrat (qui a été créé en juillet 1986) porte sur les bons du Trésor à trois mois.

Les premiers résultats sont satisfaisants

La négociation du contrat sur emprunt notionnel a connu un succès spectaculaire : en moyenne, plus de 70 000 contrats sont traités chaque jour depuis août 1987 (le volume ayant souvent dépassé le chiffre de 100 000 contrats). En un an d'existence, le Matif a dépassé le marché à terme de Londres pour ce type de contrat. Ce succès a certainement contribué en retour à la liquidité du marché des obligations.

Le développement du contrat sur bons du Trésor a été plus lent, sans doute pour des raisons de conjoncture (faible volatilité des taux à court terme depuis son lancement) et aussi parce que l'animation du marché au comptant de ces bons est beaucoup plus récente que pour les obligations. Il en résulte notamment que beaucoup d'établissements intéressés par ce contrat n'ont pas encore les spécialistes, ni les équipements qui leur permettraient de le traiter. Mais l'activité sur ce contrat (qui atteint en moyenne 700 contrats par jour, le montant de chaque contrat – 5 MF étant supérieur à celui du notionnel – 500 000 F) pourrait connaître également un développement satisfaisant, du fait de l'animation progressive du marché au comptant des bons du Trésor et de la mise en place des hommes et des moyens nécessaires.

94

UNE POLITIQUE DE GESTION ACTIVE DE LA DETTE PUBLIQUE

Pendant de nombreuses années, le Trésor ne se souciait plus du sort de ses emprunts, une fois que ceux-ci étaient émis. Il était absent du marché secondaire de sa dette, comme d'ailleurs ses homologues des pays, de l'OCDE (à l'exception de la Belgique et de la Suède), mais contrairement à la plupart des grands émetteurs privés. Or, la présence d'un émetteur sur le marché secondaire de sa dette lui permet de garantir la bonne tenue de sa signature par rapport aux autres émetteurs ; lisser l'échéancier de sa dette ; profiter des opportunités de marché (décote d'un emprunt par rapport à un autre, possibilités d'échanges intéressantes, etc.) pour diminuer la charge globale de la dette. Ces raisons ont conduit à la réactivation du Fonds de soutien des rentes, à la création d'une Caisse d'amortissement de la dette publique et à la mise en place de deux procédures d'échange de titres.

Réactivation du fonds de soutien des rentes

Le « Fonds de soutien des rentes et valeurs du Trésor à moyen et long terme » (FSR) a été créé par un décret du 22 juillet 1937 *en vue de régulariser le marché des rentes* afin de restaurer le crédit de l'Etat auprès des épargnants. A l'époque, l'Etat ne dépendait pas encore des marchés pour assurer ses besoins de financement. Ce Fonds n'a fonctionné qu'épisodiquement, principalement pour des opérations ponctuelles de soutien de la signature de l'Etat.

Aujourd'hui, vu sa place prédominante dans les marchés en tant qu'emprunteur, l'Etat a clarifié et banalisé sa politique d'émission. Corrélativement, il a pris

DETTE PUBLIQUE

conscience de l'importance d'une présence sur les marchés secondaires, non seulement pour garantir la bonne tenue de sa signature par rapport à celle des autres emprunteurs, mais aussi pour optimiser la structure et le coût de sa dette. Le FSR est l'instrument majeur de cette nouvelle politique. C'est pourquoi des nouveaux textes ont modifié les conditions d'intervention du FSR. Celui-ci peut dorénavant exécuter *toutes opérations en vue de gérer la dette de l'Etat*. En particulier, son domaine d'intervention couvre maintenant de manière explicite *les titres de toute nature émis par l'Etat et tous les marchés où ces titres sont négociables, les titres garantis par l'Etat ou émis par des établissements ou des entreprises publics, les marchés de contrats négociables, et les marchés sur taux d'intérêt*.

Les compétences en matière de gestion opérationnelle du fonds, anciennement attribuées à la Caisse des dépôts et consignations (CDC) depuis 1958, sont transférées à un comité de direction qui comprend, outre le directeur du Trésor, le gouverneur de la Banque de France et le directeur général de la CDC, ou leurs représentants permanents. Le secrétariat du comité de direction est assuré par la Direction du Trésor.

A la fin de 1986, la valeur du portefeuille du FSR dépassait 5 milliards de francs (soit 1 % de l'encours des emprunts d'Etat) et ses opérations de l'année avaient permis un allègement de la charge de la dette d'environ 200 millions de francs. A l'automne 1987, le FSR a réalisé trois opérations « d'échange de taux d'intérêt » (taux fixe contre taux variable) avec des banques françaises pour 4,5 milliards de francs au total. Ces opérations constituent une première dans un grand pays industriel. Elles ont permis d'alléger sensiblement la charge liée aux emprunts nouveaux de l'Etat, dans une situation conjoncturelle de taux d'intérêt élevés, puisque le Trésor a pu échanger des taux fixes de marché contre des taux variables indexés sur les bons du Trésor à trois mois, avec une marge nulle voire faiblement négative. Elles ont également montré au marché que l'Etat ne se satisfaisait pas du niveau des taux longs au moment de ces opérations.

95

Création d'une Caisse d'amortissement de la dette publique

La loi de finances rectificative du 11 juillet 1986 et le décret du 4 mars 1987 ont créé la Caisse d'amortissement de la dette publique, établissement public national à caractère administratif qui vise à affecter les produits de la privatisation à la diminution de la dette de l'Etat. Son conseil d'administration est composé du gouverneur de la Banque de France, président, d'un membre du Conseil d'Etat, d'un membre de la Cour des comptes, du directeur du Trésor et du directeur général de la Caisse des dépôts et consignations. La première réunion du Conseil d'administration s'est tenue en avril.

Le rôle de cette Caisse est d'assurer l'amortissement des titres de la dette publique, soit par achat sur le marché et par annulation immédiate, soit par prise en charge du remboursement à l'échéance normale. Ces titres sont acquis à l'aide d'une partie des ressources de la privatisation, qui lui sont versées par l'intermédiaire d'un compte d'affectation spéciale créé à cet effet dans les écritures du Trésor.

La création de cette Caisse se justifie par deux soucis : celui d'une bonne gestion du patrimoine de l'Etat — celui-ci cédant une partie de ses actifs (privatisation) en profite pour faire diminuer son passif (dette publique) ; et celui d'un rééquilibrage du marché des actions par rapport à celui des obligations (pour se rapprocher de l'équilibre qui prévaut à l'étranger) — le premier croissant du fait des privatisations, la diminution de la dette publique permet de faire diminuer l'encours du second.

On voit que le rôle de la Caisse d'amortissement est complémentaire de celui du FSR. L'objectif général est le même, optimiser la structure de la dette et lisser

DETTE PUBLIQUE

l'échéancier. Mais deux différences sont notables qui conduisent à une certaine spécialisation des deux organismes :

- différence dans la nature des ressources — recettes budgétaires importantes pour la Caisse (et donc gratuites), ressources empruntées auprès de la Caisse des dépôts (et donc coûteuses) ou provenant de cessions de titres pour le FSR ;
- différence dans les possibilités d'action — le FSR conserve les titres achetés sur les marchés et peut les revendre, la Caisse ne peut que les amortir de façon anticipée.

Un certain partage des rôles peut s'esquisser à partir de là, qui serait très schématiquement le suivant :

- à la Caisse de s'occuper en priorité du lissage de l'échéancier ;
- au FSR de garantir la signature de l'Etat et de profiter des opportunités de marché pour réduire (à la marge) le coût de la dette de l'Etat.

Le projet de loi de finances initiale pour 1987 prévoyait que cette Caisse bénéficierait de 16 milliards de francs de ressources cette année, auxquels s'ajoutent 4 milliards de francs de recettes perçues en 1986 et non encore utilisées. En raison de l'importance des opérations de privatisation, les ressources dont la Caisse a pu bénéficier en 1987 ont atteint 45 milliards de francs.

Les opérations d'échange de titres

Deux opérations d'échange de titres ont été lancées en 1986 et début 1987. D'une part, il est possible d'échanger des titres d'emprunt d'Etat contre des actions de sociétés privatisées (à concurrence de 50 % du montant des achats) ; cette opération a la même finalité que les interventions de la Caisse d'amortissement. D'autre part, les porteurs de l'emprunt 7 % 1973 ont eu la possibilité — depuis février 1987 — d'échanger leurs titres contre les OAT émises chaque mois ; cette opération a répondu au souci de lisser l'échéancier de la dette publique, en diminuant le montant du remboursement de 7 % 73 à son échéance de janvier 1988.

Ces deux procédures prolongent les actions du FSR et de la CADP, dans la mesure où elles sont fondées sur un apport volontaire des porteurs de titres et non plus sur des achats sur le marché.

Une réduction sensible de l'encours des emprunts hors OAT

Depuis mai 1987, le ministère des finances publie à la Cote officielle de la Bourse la situation mensuelle de la dette publique obligataire à la mi-mois. Cette situation a notamment pour but d'informer le marché des annulations des titres de la dette publique résultant des opérations d'échange et des achats de la Caisse d'amortissement sur le marché.

La situation au 15 décembre 1987 fait apparaître une forte diminution (environ 75 Mds F) des emprunts émis avant 1986 dont près de 45 milliards de francs dus à des opérations d'échange ou de rachats sur les marchés.

MISE EN PLACE D'UN RÉSEAU DE SPÉCIALISTES EN VALEURS DU TRÉSOR

Le ministère des finances a décidé, à l'instar de ce qui existe dans certains autres grands pays, de constituer autour de lui un réseau d'un petit nombre de correspondants permanents, appelés « spécialistes en valeurs du Trésor » (et qui comprennent des banques classiques, des agents de change, des maisons de réescompte, etc.). A l'issue d'une procédure de sélection à l'automne 1986, treize établissements ont été choisis pour être « spécialistes en valeurs du Trésor ».

DETTE PUBLIQUE

Ces spécialistes ont pour mission d'entretenir une équipe de professionnels de haut niveau, appuyée par les moyens adéquats, spécialisée dans les opérations sur les valeurs du Trésor négociables (bons négociables, OAT) ; d'assurer en permanence la liquidité du marché secondaire de ces instruments, en cotant un certain nombre de ces valeurs (rôle dit de « teneur de marché », ou *market-maker*) ; d'informer régulièrement le Trésor de l'évolution de ces marchés ; enfin, de déployer des efforts commerciaux pour placer ces valeurs dans leur clientèle (à ce titre, ils ont été associés à la campagne de publicité que la Direction du Trésor a lancée sur les valeurs du Trésor à partir de mars 1987 et aux réunions de promotion de ces valeurs en France et sur les grandes places financières internationales).

La direction du Trésor s'est engagée, de son côté, à réunir périodiquement ces spécialistes et à les consulter systématiquement sur les conditions d'émission et de gestion de la dette publique.

La création de ce groupe de spécialistes répond à un besoin lié aux réformes récentes qui ont conduit au développement des instruments négociables de la dette publique. Elle correspond notamment à un triple souci : assurer une parfaite liquidité du marché des principales valeurs du Trésor, permettre à la direction du Trésor et aux spécialistes d'échanger en permanence des informations et de réfléchir ensemble à la politique d'émission et de gestion de la dette publique, développer le placement des valeurs du Trésor en France et à l'étranger.

Depuis sa mise en place, le réseau des spécialistes en valeurs du Trésor a bien joué le rôle qui était attendu. Il a notamment permis, grâce à des cotations régulières sur écran, de développer la liquidité du marché des valeurs du Trésor (*voir plus haut*). Il a développé la souscription des valeurs du Trésor par les investisseurs finaux et par les étrangers. Il a informé et conseillé utilement la direction du Trésor, tant dans sa politique d'émission que pour certaines réformes touchant aux marchés des valeurs du Trésor (prêts de titres, amélioration des mécanismes de compensation, mesures spécifiques pour les non-résidents, etc.).

97

Les deux objectifs prioritaires qui ont présidé à la réforme de la politique d'émission et de gestion de la dette publique sont en passe d'être atteints :

- la liquidité du marché des nouvelles valeurs du Trésor est maintenant la règle, même s'il faut encore accroître cette liquidité en particulier sur certaines échéances de bons du Trésor. La mise en place d'un meilleur système de compensation et de prêts de titres dans les prochaines semaines devraient y contribuer. Cette liquidité (jointe à l'existence du Matif devrait permettre notamment de continuer à attirer des investisseurs étrangers sur la place de Paris ;

- le Trésor possède aujourd'hui une panoplie d'outils modernes pour gérer sa dette, puisqu'il peut émettre selon des échéances comprises entre un mois et vingt-cinq ans et qu'il peut acheter, vendre ou échanger ses propres titres (ou, ce qui revient au même, des taux) sur le marché secondaire. L'année 1987, où la conjoncture des marchés a été le plus souvent mauvaise, a montré l'intérêt de pouvoir disposer de cette panoplie, en accentuant par exemple l'endettement court ou long ou en arbitrant entre taux fixe et taux variable selon le niveau des taux, ainsi que de pouvoir intervenir sur le marché secondaire. Le Trésor a pu ainsi emprunter long au 1^{er} semestre, et un peu plus court en fin d'année, mener des opérations d'échanges de taux quand les circonstances s'y prêtaient et réaménager sensiblement et sans perturbation l'échéancier de sa dette.

En 1988, les modalités d'émission des valeurs du Trésor seront peu différentes de celles de 1987. Aucun changement n'affecte les bons du Trésor, tandis que la grille des OAT n'est modifiée que de façon marginale. Elle comprend dorénavant quatre tranches à taux fixe (deux nouvelles tranches à sept ans et dix ans, tandis que les deux

DETTE PUBLIQUE

tranches à quinze et vingt-cinq ans ouvertes en 1987, continueront à être utilisées) et deux tranches à taux variable (TRB à cinq ans et TME à dix ans). Chaque mois, l'Etat émettra à sept ou dix ans selon un calendrier préfixé, à quinze ou vingt-cinq ans et à cinq ans (TRB) ou à dix ans (TME) selon des décisions qui seront prises quelques jours avant l'adjudication. Enfin, le montant global du programme d'emprunts devrait être compris entre 90 et 110 milliards de francs et donc être peu différent de celui de 1987 (94 Mds F).

COMPARAISONS INTERNATIONALES

■ **Les techniques traditionnelles d'émission de la dette demeurent prédominantes, sauf aux Etats-Unis et en France.** La plupart des grands pays de l'OCDE utilisent encore la technique traditionnelle de l'émission d'emprunts par syndication (Allemagne notamment) ou celle de l'émission « au robinet » (Royaume-Uni en particulier). Seuls les Etats-Unis et la France ont recours à la technique de l'adjudication selon un calendrier pré-établi. Le Japon utilise la syndication et l'adjudication.

La liquidité des marchés de la dette publique est particulièrement forte aux Etats-Unis (compte tenu notamment d'une politique active d'*open-market* de la Federal Reserve et du rôle des 40 *primary dealers*) : le montant moyen des transactions quotidiennes atteint 100 millions de dollars, pour un encours d'1,7 milliard. Elle est plus importante au Japon, au Royaume-Uni et en France (12 Mds F de transactions quotidiennes moyennes sur les bons du Trésor et les OAT à comparer à un encours de 980 Mds F) que dans les autres pays de l'OCDE.

■ **Peu de pays ont une réelle politique de gestion de la dette publique après son émission.** La plupart des grands pays de l'OCDE n'interviennent pas sur les titres de leur dette après leur émission. C'est notamment le cas des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Parfois, les autorités chargées d'émettre la dette publique (ministère des finances ou banques centrales selon les cas) ont la possibilité d'intervenir à la marge : en Allemagne fédérale, par exemple, la Bundesbank, qui dirige le syndicat de placement des emprunts publics, assure — pour le compte de l'Etat — un certain lissage des cours. Au Japon, il existe un fonds d'amortissement de la dette publique, doté par le budget général, et dont l'activité sur les marchés semble importante.

Enfin, les pays ayant la politique la plus active de gestion de la dette publique sont la Belgique, avec l'intervention du Fonds des rentes et de la Caisse d'amortissement de la dette publique et la Suède par l'intermédiaire de l'Office de la dette publique. Ces pays, ainsi que le Canada et d'autres petits pays de l'OCDE, utilisent aussi parfois la technique des *swaps* pour gérer leur dette en devises, qui est souvent importante. En revanche, aucun de ces pays — à notre connaissance — n'a procédé à des échanges de titres ou de taux (*swaps*) dans leur propre devise.

DETTE PUBLIQUE

■ La dette publique des principaux pays de l'OCDE est plus élevée que celle de la France, mais s'est accrue moins vite en moyenne ces dernières années.

DETTE PUBLIQUE RAPPORTÉE AU PNB (En pourcentages)

| | 1973 | | 1982 | | 1986 | | Accroissement dette brute Adm. | | Accroissement dette Etat |
|--------------------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|-------|-----------------------------------|--------|-----------------------------|
| | toutes Adm. | toutes Adm. | dont Etat | toutes Adm. | dont Etat | 86/73 | 86/82 | 86/82 | |
| Etats-Unis | 41 | 41 | 37 | 55 | 51 | 34 | 34 | 38 | |
| Japon | 17 | 61 | 44 | 69 | 53 | 305 | 13 | 20 | |
| RFA | 19 | 40 | 19 | 42 | 21 | 121 | 5 | 10 | |
| France | 25 | 28 | 17 | 35 | 24 | 40 | 25 | 41 | |
| Grande-Bretagne | 70 | 54 | 47 | 54 | 47 | -23 | 0 | 0 | |
| Italie | 61 | 77 | 58 | 102 | ND | 67 | 32 | ND (1) | |
| Canada | 47 | 51 | ND | 67 | ND | 43 | 31 | ND | |
| Moyenne des sept grands pays OCDE | 37 | 47 | — | 55 | — | — | — | — | |

1. ND = non disponible.