

## Dettes publiques et marchés de capitaux au XX<sup>e</sup> siècle

*Article de Laure Quennouëlle-Corre, chargée de recherche au CNRS, à l'occasion de la publication par le Comité pour l'histoire économique et financière de la France des actes « des journées du Centre de Recherches Historiques » des 26, 27 et 28 novembre 2001.*

Dans une perspective d'histoire longue, le XX<sup>e</sup> siècle apparaît en France du point de vue économique comme celui de l'inflation et de la hausse continue des dépenses publiques. Ces deux caractéristiques aux effets réciproques pèsent directement sur la question de la dette publique, de son montant et de son financement sur une longue période. Comment la politique de la dette a influencé la structure du financement de l'économie, a modelé le système financier français ou bien encore a pu façonner le fonctionnement des marchés de capitaux ? : telles sont les questions que le poids croissant de la dette publique inspire à l'observateur. Au-delà du choix d'un modèle de croissance qui a été préconisé en France, cette approche pourra appréhender les différentes facettes d'un État parfois conservateur, parfois modernisateur, dans le domaine de la sphère financière.

Pour aborder plus précisément le sujet de la dette publique et de son financement, il apparaît expédient de s'attacher à son poids et à ses effets sur deux types de marchés de capitaux : le marché financier et le marché monétaire. Si l'étude du poids des emprunts publics sur le comportement du marché financier apparaît d'un intérêt évident - c'est la question de l'effet d'entraînement ou d'éviction des valeurs publiques sur les valeurs privées -, celle du marché monétaire n'en est pas moins essentielle. En effet, l'une des caractéristiques de la dette publique française depuis 1915 réside dans le poids grandissant de la dette flottante, soit la dette à moins de trois mois. Or le poids de cette dette à très court terme se manifeste à la fois sur le marché interbancaire, qui deviendra le marché monétaire et sur le marché financier, du fait des opérations de consolidation de la dette. D'autre part, l'interaction entre les deux marchés, tant du point de vue des taux d'intérêt que de celui des avantages comparés pour les intermédiaires financiers, commande d'étudier en parallèle les deux circuits de capitaux. En revanche, la dette publique sera ici prise dans son acception la plus stricte, celle qui est susceptible d'agir sur les marchés de capitaux, soit la dette intérieure de l'État, hors dette extérieure et dette sociale.

Dans l'évolution économique et financière de la France, le premier conflit mondial marque le véritable tournant du siècle. Alors que les prix sont multipliés par deux en 1918 et la dette publique par six par rapport à 1913, la rupture d'avec la Belle Époque apparaît clairement. D'une guerre à l'autre, les valeurs publiques perdent progressivement de leur valeur et pour y remédier l'État fait appel à différents expédients. La seconde guerre mondiale modifie à nouveau les rapports entre la dette publique et les marchés de capitaux, entraînant une intervention croissante de l'État dans l'orientation des capitaux. En marche à partir des années soixante, la libéralisation du système financier aboutira dans les années 1980 à la déréglementation des circuits financiers. Ces réformes ont-elles permis pour autant un financement de la dette publique plus adapté aux réalités des marchés ?

## **I - D'une guerre à l'autre : croissance de la dette et dévalorisation des valeurs publiques**

A l'issue du conflit de 1914-1918, la situation financière de la France est peu brillante. Les charges de la reconstruction, censées être payées par l'Allemagne, sont en réalité payées par l'État français. Pour couvrir les dépenses budgétaires exceptionnelles, un effort fiscal et des emprunts à long terme sont insuffisants et les éléments les plus liquides de la dette sont majoritaires : 51 milliards de francs pour la dette flottante intérieure et 25,9 pour les avances de la Banque de France et de la Banque de l'Algérie.

Le développement de la dette à très court terme, ou dette flottante, apparaît clairement avec l'émission des Bons de la défense nationale à partir de 1915 dont le succès ne se dément pas après la guerre. D'un montant de un milliard de francs en 1913, la dette à court terme passe à 110 milliards de francs (courants) en 1920. Le rapport Dépenses publiques/ Revenu national calculé par Alfred Sauvy s'élève en 1921 à 270 % pour redescendre à 100 % en 1929.

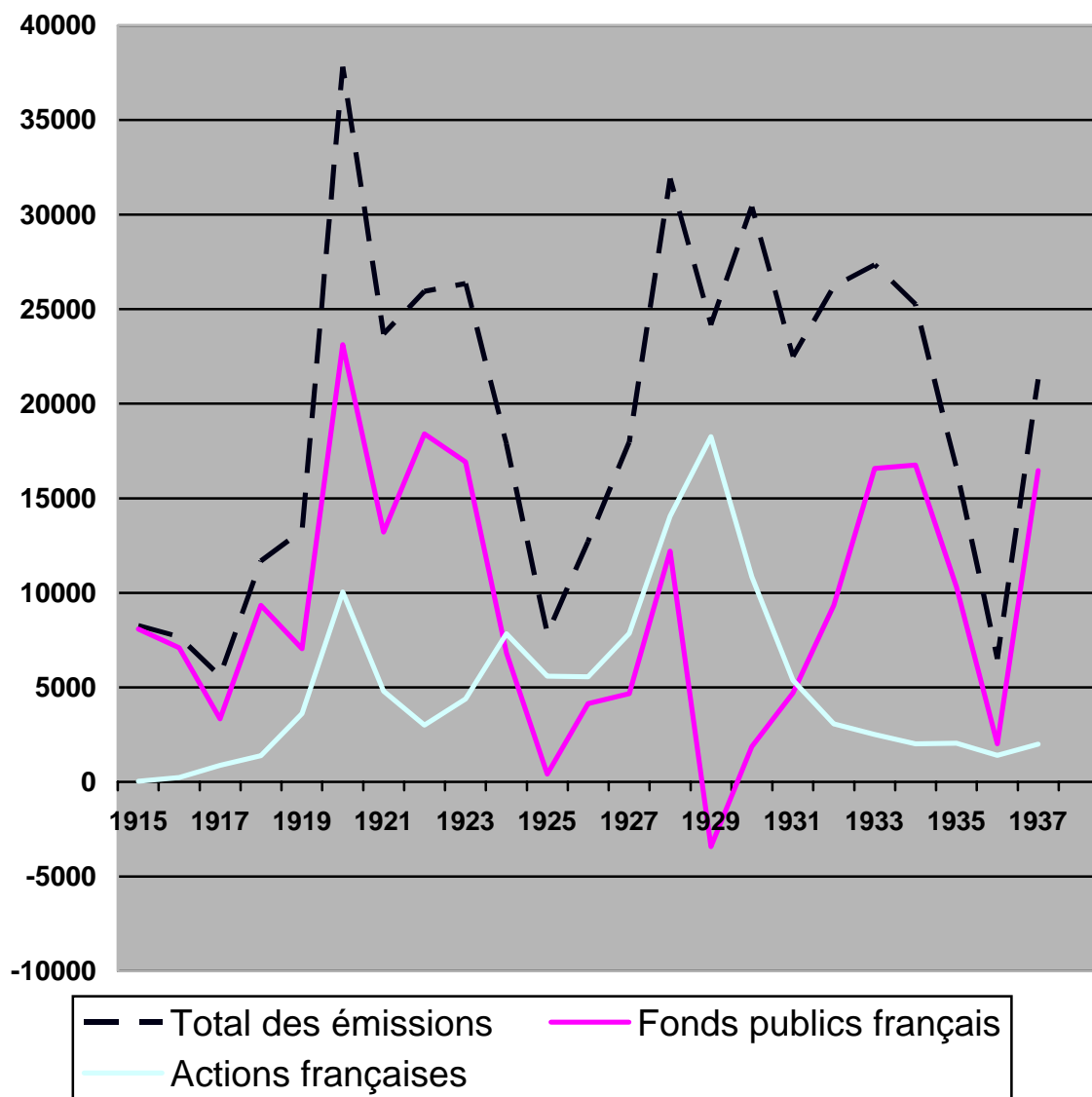
Face à cette situation, quelles sont les ressources dont dispose l'État ? L'analyse faite par le Mouvement général des fonds en 1922 révèle combien les problèmes d'endettement sont sous-estimés au ministère des Finances et comment s'établit la hiérarchie des ressources de la trésorerie. D'une part, la situation d'endettement de la France, et surtout la composition de sa dette, n'inquiète pas outre mesure les hauts fonctionnaires en charge de la trésorerie : la priorité est au remboursement de la dette à l'étranger, à la réduction des avances de la Banque de France et de la Banque de l'Algérie et enfin à une politique de consolidation de la dette à court terme. L'accroissement de la dette publique n'est-il pas préférable à l'inflation fiduciaire née des avances de la Banque de France ? Cet optimisme est de courte durée. En 1923, la situation des finances publiques apparaît beaucoup plus défavorable car l'Allemagne ne paie toujours pas les réparations, tandis que les charges dues à la guerre s'amoncellent (dommages de guerre et pensions). Devant ces besoins pressants, l'État décide de rouvrir un marché spécial des rentes - marché qui était fermé depuis la guerre -, et de réduire le taux d'intérêt des Bons de la Défense nationale. Mais en dépit de ses taux supérieurs de plus de 5 % à ceux du marché ordinaire, ce marché réglementé des rentes reste difficile, avec beaucoup de ventes et peu d'achat. Devant l'ampleur prise par le marché clandestin sur la rente, le ministère des Finances libère le marché en 1921. Enfin, pour régler les indemnités pour dommages de guerre, la Banque de France propose la création de 3 millions d'obligations mobilisables, qui seraient affectées exclusivement au paiement des indemnités pour dommages de guerre.

### **1 - De nouveaux produits financiers**

Dès 1923, l'État s'engage dans une politique périlleuse de financement de la dette la moins monétaire possible. Or les valeurs publiques perdent de leur attrait en raison d'une baisse continue des cours : entre 1914 et 1929, les rentes françaises sont toutes en dessous du pair, parfois autour de 50 % du cours comme la "3 % perpétuelle". Le placement des rentes et autres valeurs publiques devient donc plus difficile à partir de 1920, comme le montre le graphique ci-dessous. Pour y remédier, l'État multiplie les émissions et diversifie ses produits et réussit à être "leader" du marché entre 1918 et 1924, puis entre 1932 et 1936.

Figure 1

Emissions publiques et privées  
sur le marché financier français  
1915-1937 (en millions de francs courants)



Source : E. Chadeau, *L'économie nationale aux XIXe et XXe siècles*, Paris, Presses de l'École normale supérieure, 1989 (d'après le Service des études financières du Crédit Lyonnais et l'INSEE). La série "fonds publics" comprend les émissions de l'État à moyen et long terme, celles du Crédit national, mais non la dette flottante. En 1933 et 1934, la série englobe les émissions de la caisse nationale de Crédit agricole.

Entre 1919 et 1937, tandis que les emprunts d'État représentent 1/3 des émissions sur le marché financier français, différentes formes d'emprunts publics se multiplient : rentes amortissables ou non, emprunts, bons du Trésor émis à des taux d'intérêt variés et surtout à échéance variable (3, 5, 10, 12 voire 15 ans) ou bien encore assortis de conditions fiscales avantageuses. Sans oublier les bons de la Défense nationale qui restent très prisés. Surtout, la création d'émetteurs extérieurs au Trésor comme le Crédit national en 1919 permet à l'État d'élargir sa clientèle et d'orienter l'épargne vers les caisses publiques. Organisme semi-public, aux fonds privés mais dont les dirigeants sont nommés par l'État, le Crédit national qui distribue des crédits à moyen terme, finance les indemnités de dommages de guerre et émet des traites pour le règlement de dépenses publiques, devient en effet un allié du Trésor dans la mesure où ces traites sont en réalité des succédanés de bons du Trésor, escomptables auprès des banques et réescomptables auprès de l'Institut d'émission.

Autre exemple d'organisme autonome autorisé à émettre des emprunts publics, la Caisse autonome d'amortissement fondée en juillet 1926 est destinée à stabiliser progressivement la dette flottante constituée des Bons de la Défense nationale, dette qui a gonflé dangereusement depuis la fin de la guerre. En émettant des titres publics à échéance plus longue que les bons, qui assurent une transformation des bons en emprunt à moyen ou long terme, la Caisse sert de paravent à l'État pour rassurer les épargnants sur la dette publique et s'assurer une clientèle peu encline à prêter à l'État, et *in fine* pour maintenir son crédit. En période de nécessité comme les guerres, les après-guerres ou les crises économiques, ce souci d'élargir la surface du crédit de l'État n'est pas propre à la France. Aux États-Unis, les corporations publiques destinées à financer des industries, comme la *War Finance Corporation* en 1918, ont pu émettre des obligations acceptées comme gage des prêts consentis par les banques fédérales de réserve.

## 2 - L'appui sur le système bancaire

Parallèlement à la création de nouveaux instruments financiers d'intervention, l'État s'appuie de plus en plus fortement sur le système bancaire pour consolider sa dette flottante. Ce phénomène, qui n'est certes pas nouveau ni propre à la France, prend en ces années d'après guerre une régularité nouvelle, pour devenir systématique. Après 1918, l'État non seulement utilise le potentiel de placement des banques mais il les élève au premier rang des établissements placeurs. Plus précisément, le Crédit lyonnais, la Société générale, le Comptoir d'escompte et le Crédit industriel et commercial cumulent à eux seuls 83 % du contingent réservé aux 23 banques et établissements financiers retenus. Le Crédit lyonnais à lui seul a placé 32,7 % des obligations et d'une manière générale, est le leader de la place en matière de placement des valeurs publiques. On voit bien l'intérêt du Mouvement général des fonds de s'appuyer sur les grands établissements à guichets, dont le réseau d'agences est à même de placer auprès de leurs clients les émissions publiques. La concentration de ses interlocuteurs facilite d'autre part les négociations de l'administration sur les commissions bancaires ou autres questions financières.

L'intérêt bien compris des banques tient au montant de la commission de placement, qui s'établit entre 33,5 pour mille et 15 pour mille suivant les types d'émission, à leur durée ainsi qu'au montant du service financier, qui oscille entre 0,15 % et 0,30 %. Loin de récriminer sur un éventuel effet d'éviction des valeurs publiques sur le marché financier, les établissements bancaires semblent se satisfaire de cette manne financière et confortent le système qui se met en place, réclamant même des avantages fiscaux en faveur des émissions publiques au motif de les rendre plus attractives. Les réunions entre banques pour préparer le placement des émissions publiques, comme pour les autres émissions, attestent l'intérêt croissant des banques pour ces titres, qui leur permettent de se concerter sur les commissions, le choix des types d'émission selon leur degré de liquidité et qui contribuent à resserrer les liens entre banques. Face aux exigences du ministère des Finances en matière de volume et de taux, les banques font front commun, souvent sous la bannière du Crédit lyonnais, leur opposant une résistance plus ou moins tenace au gré des conditions du marché.

De son côté, l'État est tenté d'exploiter sa position tutélaire, par exemple lorsqu'il demande aux trois grandes banques d'avancer le produit de l'emprunt pour la Trésorerie, moyennant 3 % d'escompte. Mais d'autres exemples viennent nuancer l'idée d'une toute puissance de la tutelle sur ses obligées. Ainsi les banques se montrent-elles très réticentes à la demande de souscription d'un milliard de Bons du Trésor faite en décembre 1932, demande qui leur semble non seulement contraire aux principes d'une banque d'engager de tels montants sur une seule signature, mais qui empêche également le bon fonctionnement du marché et prive les clients de possibilités d'escompte commercial. Cependant la pression insistante du Mouvement général des fonds et ses promesses pour l'avenir a raison cette fois-ci de l'offensive bancaire.

Dans ces années de tension sur la trésorerie de l'État et de difficulté de placement des valeurs publiques, les établissements bancaires sont souvent consultés par le Mouvement général des fonds sur le type d'émission et le moment opportun du placement des titres, ou bien encore sur les méthodes d'emprunt. Les banques jouent par exemple un rôle indirect dans la liquidité de la dette publique, dans la mesure où elles réclament fréquemment à l'État, qui a besoin de leur capacité de placement, des bons du Trésor à un mois, plus faciles à placer auprès de leur clientèle. Lors de la Commission constituée en 1939 pour améliorer les méthodes d'emprunt du Trésor qui réunit au ministère des Finances des hauts fonctionnaires du Mouvement général des fonds, de la Banque de France et des représentants des grands établissements bancaires, le contingentement - répartition par l'État des titres à placer entre les établissements financiers -, qui incite les banques à placer la totalité de leur contingent pour des "raisons de prestige", apparaît encore comme le meilleur système pour optimiser le classement des rentes. Cette question du classement des rentes est déjà présente en 1938, lorsque le ministère des Finances souhaite mobiliser la force de placement des banques pour inciter leurs clients à acheter des rentes en Bourse (et non à l'émission). La réticence des banques à cette opération s'appuie en partie sur le fait que la clientèle des banques, qui souscrit massivement à des titres publics, "ignore encore le chemin de la Bourse". En revanche, la clientèle des villes "qui est habituée aux opérations de bourse", se refuse à souscrire aux nouveaux emprunts. L'on entrevoit ici l'expertise des banques en matière de placement de titres.

L'ensemble des institutions financières tire ainsi avantage de ces rencontres régulières entre la Place et la tutelle, qui concourent progressivement à l'élaboration d'un système de financement de la dette publique, fondé sur une alliance de l'État avec les banques en place dès les années 1920. Ce système aboutit en particulier à conforter l'entente entre les quatre grands établissements que sont le Crédit lyonnais, la Société générale, le Comptoir d'escompte et le Crédit industriel et commercial, heureux bénéficiaires *in fine* d'un accroissement de la dette publique. Enfin, face aux éventuels concurrents dans le placement des titres publics, le front des grandes banques se resserre, comme vis-à-vis de la Caisse des dépôts, surveillée et parfois jalouée. Rappelons que cette puissante institution financière tend à devenir dans l'entre-deux-guerres un instrument de consolidation de la dette publique aux côtés de la Caisse d'amortissement, en rachetant sur le marché la dette à court terme de l'État et en procédant à leur échange auprès du Trésor public avec des titres à long terme. Soutien du marché des rentes, la Caisse des dépôts est également un opérateur de premier plan sur le marché monétaire, qui subit des transformations importantes dans l'entre-deux-guerres du fait du poids croissant de la dette flottante.

### **3 - dette publique, Banque de France et marché monétaire**

Dans l'orthodoxie financière qui prévaut au ministère des Finances depuis le XIXe siècle, les dépenses de l'État doivent être financées au moyen de ressources fiscales ou d'épargne; plus les ressources sont longues, plus la trésorerie est à l'aise et le crédit de l'État renforcé; en revanche, les ressources à caractère monétaire comme les bons de la Défense nationale, plus encore les avances de la Banque de France sont à proscrire, comme étant source de dépréciation monétaire et d'inflation.

Cependant, alors que la France est entrée dans la Grande Dépression en 1931, entraînant des moins-values fiscales et une progression des dépenses publiques, le Mouvement général des fonds se résout à utiliser des moyens de financer le montant de l'impasse peu orthodoxes, qui se doivent en outre d'être discrets afin de préserver le crédit de l'État. De ce point de vue, les années trente donnent quelques exemples significatifs de nouvelles pratiques occultes de financement du déficit public mises oeuvre, qui, si elles sauvent les apparences d'une orthodoxie financière, finissent en réalité par accroître la défiance envers l'État de la part des épargnants. La dette publique devient de plus en plus difficile à financer.

Plusieurs expédients sont ainsi avancés par l'État pour s'appuyer de plus en plus fortement sur l'Institut d'émission.

Le réescompte des bons à la Banque de France apparaît comme une contrepartie des souscriptions un peu obligées des banques, et il est présenté comme tel par le Mouvement général des fonds pour soutirer leur accord sur les montants et les taux proposés. A partir de 1934, le réescompte des bons du Trésor détenus par les banques auprès de la Banque de France devient de plus en plus systématique, à l'issue d'une discussion assez vive entre les banques, pressées par le ministère des Finances, et la Banque de France, qui craint les précédents : "D'après la tradition de la Banque, depuis 1804, le bon du Trésor n'est pas par principe un papier statutairement bancable, parce qu'il ne peut être protesté" souligne M. Moret, gouverneur de la Banque de France face aux responsables du Crédit lyonnais, proposant donc le réescompte panaché de Bons du Trésor et de papier commercial.

Progressivement se développent des autorisations de réescompte de bons, d'avances de la Banque qui rompent avec les principes antérieurs de maintien de l'indépendance de la Banque vis-à-vis de l'État. Ainsi la décision du Conseil général de la Banque de France du 21 février 1935 d'autoriser les avances à 30 jours de la banque à l'État, qui sont des avances sur effets publics à échéance déterminée, n'excédant pas deux ans et non renouvelables; entre 1936 et 1938, le Trésor fait appel par quatre fois à l'Institut d'émission, bénéficiant sur cette période de 40 milliards de francs. Surtout, le caractère exceptionnel des avances de la Banque s'estompe. La loi organique du 24 juillet 1936 stipule que "tous les effets de la dette flottante émis par le Trésor public et venant à échéance dans un délai de 3 mois maximum sont admis sans limitation au réescompte de l'Institut d'émission, sauf au profit du Trésor public". Enfin, le décret-loi du 17 juin 1938 autorise les premières interventions de la Banque à *l'open-market* sur les effets publics, plafonnées alors à 8 % de l'encaisse-or. Sur cet embryon de marché monétaire créé pour financer la dette publique, le volume de transaction reste faible avant la guerre. Mais il s'agit d'une véritable révolution car la loi officialise et systématise le recours à la Banque, même si, de manière assez hypocrite, l'achat direct de bons au Trésor est interdit. Par ce biais, l'État se résout à un financement monétaire régulier de la dette publique et de cette nouvelle donne naît un "marché monétaire" dominé par les effets publics, ainsi qu'un système de vases communicants entre marché financier et marché interbancaire. Du fait de l'importance accrue des besoins de la Dette, ce dernier est en effet un marché "en banque" et le restera pour plusieurs décennies.

Avant la guerre, l'État intervient donc de plus en plus pour soutenir les cours des valeurs publiques, que ce soit sur le marché financier ou sur le marché interbancaire. La chute continue des cours depuis la grande crise entraîne une réflexion concertée entre le Mouvement général des fonds les établissements bancaires et la chambre des agents de change. Réflexion qui aboutit à la création le 22 juillet 1937 du Fonds de soutien des rentes. Autorisé à acheter et à vendre en Bourse les titres de rentes perpétuelles ou amortissables et les valeurs du Trésor à moyen ou long terme, le Fonds devient le régulateur en dernier ressort du marché de la rente. A la veille du second conflit mondial, la commission pour l'étude des emprunts du Trésor qui réunit les représentants du ministère (Mouvement général des fonds, direction de la Dette) et ceux des grands établissements bancaires afin de discuter des meilleurs procédés de placement des titres (contingentement ou prise ferme) et de leur classement soulève la question de l'insuffisance des dépôts bancaires en France et des comptes en banque comparée à la capacité de leurs homologues anglaises, qui limitent la capacité des banques à lever des fonds. Un mois plus tard, la même commission propose l'ouverture d'un compte-courant pour chaque correspondant financier destiné à faciliter les transactions.

D'une guerre à l'autre, le financement de la dette publique a déjà changé : une dette flottante plus importante, un financement de plus en plus monétaire de la dette, un appui renforcé sur les banques : tels sont les trois enseignements de la période, qui ouvrent la voie à de nouvelles orientations beaucoup plus décisives.

## **II - 1940-1960 La ponction de l'épargne pour financer la dette publique**

Le coût de la guerre, les dépenses d'occupation (859 milliards entre 1940 et 1944) ont brusquement augmenté les dépenses publiques à partir de 1939. La couverture de ces dépenses exceptionnelles a entraîné un accroissement considérable de l'endettement public et plus particulièrement de la dette à court terme. Dans un premier temps, le recours à des avances spéciales de la Banque de France a permis de supporter une partie de ces charges d'occupation. Parallèlement, tant pour éviter des appels répétés à la Banque que pour ponctionner les liquidités de l'économie, est mis en place un circuit de financement particulier qui permet d'alimenter régulièrement les caisses de l'État : le circuit du Trésor.

### **1 - La politique du circuit**

Le procédé relativement simple consiste à faire revenir dans les caisses de l'État - par des moyens contraignants - les capitaux qui en sont sortis pour financer les dépenses publiques. Il s'appuie sur une politique des bons du Trésor, qui sous des étiquettes variées et des gammes de produits de durée variable (de 75 jours à 4 ans), constituent le fondement du drainage des ressources financières par l'État : 490 milliards de francs de bons du Trésor sont émis et placés entre 1940 et 1944. Les hauts fonctionnaires en charge de la trésorerie font l'apologie du bon du Trésor qui "présente le gros avantage de pouvoir réussir largement dans notre pays là où d'autres formes d'emprunt plus complexes et plus rigides échouent irrémédiablement"; le produit rencontre un écho favorable chez les particuliers et les banques en raison de son terme très court, qui permet un remboursement rapide en cas de reprise de l'activité économique. Les banques y trouvent aussi leur compte du fait de la pénurie d'emplois à court terme. Au 30 septembre 1941, le portefeuille des banques se composait à 82 % de bons du Trésor et à 18 % d'effets commerciaux. En 1945, les deux tiers des dépôts bancaires sont encore employés en bons du Trésor et en acceptations du Crédit national.

Parallèlement, l'État lutte contre la thésaurisation des billets de banques grâce à la mise en place d'un certain nombre de réglementations en faveur des dépôts en banque et du paiement par chèque. Cette politique développe les dépôts dans les caisses du Trésor et dans les comptes chèques postaux, contribuant ainsi indirectement à renforcer le circuit du Trésor. Si ce dernier n'a pas fonctionné de manière entièrement efficace, il a permis la mise en place de procédures de financement de l'État qui vont perdurer : dépôts de fonds au Trésor, placement de bons du Trésor dans les banques...

Enfin, la mise sous tutelle du marché financier complète le dispositif de drainage des ressources. En partie dans le but d'assurer le placement des emprunts publics sur le marché financier, est instaurée par la direction du Trésor à partir de 1941 une procédure d'autorisation des émissions d'actions ou d'obligations supérieures à 50 millions de francs, tant pour le calendrier que pour le volume. Le Trésor se dote ainsi d'un instrument de maîtrise des financements de l'économie né de la nécessité de l'économie de guerre, mais qui va perdurer bien au-delà de la Libération.

## 2 - Les emprunts publics dominent le marché financier

Inévitablement, les besoins de financements publics sont considérables au lendemain de la guerre, et le volume de la dette publique augmente mécaniquement. Le rapport entre Dépense publiques et Revenu National sur la période 1949-1989 s'explique par l'inflation persistante durant les années cinquante et soixante et les dévaluations successives qui ont considérablement allégé le poids de la dette. Ce financement monétaire qui perdure jusque dans les années 1980 a un prix : la perte du crédit de l'État auprès des épargnants, que les gestionnaires de la dette publique vont tenter d'attirer par des procédés contraignants.

Alors que les pays anglo-saxons qui ont utilisé peu ou prou les mêmes moyens autoritaires de drainage des ressources pendant les hostilités restaurent l'économie de marché après 1945, la France maintient voire renforce un système contraignant envers les banques et les marchés qui va peser lourdement sur le dynamisme des opérateurs financiers et des transactions. Le retour à une situation économique plus normale réduisant l'attraction des effets publics et entraînant un décaissement des bons du Trésor de la part des banques (50 milliards de francs. de bons pour l'année 1946), la réaction française marque dès l'après-guerre sa particularité : alors que les banques et le gouvernement en Grande-Bretagne et aux États-Unis redonnent la priorité au financement des entreprises privées, à partir de 1946, l'État en France instaure une réglementation stricte envers les banques tendant à capter leurs ressources financières. En effet, le choix d'une reconstruction et d'une modernisation économique appuyée sur l'intervention de l'État entraîne un important accroissement des dépenses publiques : le rapport Dépenses publiques/PIB passe de 26,5 % en 1938 à 40 % en 1948, pour atteindre 50,4 % en 1955. En septembre 1948 sont ainsi institués les planchers de bons du Trésor dans les banques, au moyen desquels le volume des bons du Trésor obligatoirement détenus par les banques est fixé selon l'encours à une date de référence. Rappelons que du point de vue de la gestion de la dette publique, ces bons en compte-courants dans les banques sont considérés comme une ressource monétaire de la trésorerie et que plus de 60 % des ressources du Trésor sont issues de la dette flottante entre 1945 et 1951 : le caractère inflationniste de la constitution de la dette s'est aggravé. Ce système qui se prolongera jusque dans les années 1960 institutionnalise les pratiques antérieures de manière très contraignantes pour les banques mais également pour le marché financier, qui se voit privé des capitaux captés par l'État. En 1955, le Trésor est le premier collecteur de fonds avec 695 milliards de francs collectés contre 617 pour le secteur bancaire : c'est le règne de l'État-banquier.

Parallèlement, la captation des ressources par l'État s'organise et se complexifie avec l'approfondissement du circuit du Trésor, érigé en doctrine par les experts en charge de la trésorerie. Le système d'alimentation de la trésorerie parallèle aux circuits financiers traditionnels s'appuie sur les dépôts des correspondants du Trésor. Si l'on y ajoute les ressources issues des dépôts sur les comptes chèques postaux, ce circuit de financement hors marché contribue bien évidemment à réduire la taille du marché des capitaux.

D'autant que la fixation autoritaire du calendrier et du volume des émissions sur le marché financier instaurée en 1941 est prolongée et renforcée par la loi du 23 décembre 1946, pour les émissions supérieures à 250 000 francs. Le principe de l'autorisation accordée par le Trésor est loin d'être une formalité, surtout dans les années 1940 et 1950, au cours desquelles les embellies de la conjoncture économique et financière ne suffisent pas à desserrer la tutelle de l'État. L'effet d'éviction des valeurs publiques sur le marché des emprunts est d'autant plus fort que l'État propose des produits avantageux fiscalement, comme les emprunts à long terme de Pinay en 1952 et en 1958, indexés sur le napoléon, assortis de l'exonération de la surtaxe progressive et d'une exonération perpétuelle des droits de mutation.

Cette autorisation qui sera progressivement assouplie dans les années 1970 définit une hiérarchie des émetteurs : l'État, les collectivités locales, les entreprises nationales, les organismes de crédit spécialisés, les émetteurs du secteur privé. Les conclusions de Thierry Chauveau sur l'insuffisance du marché français des obligations due en grande partie à la politique financière menée par l'État sont justifiées : le financement de la dette publique s'est effectivement opéré au détriment du marché obligataire jusqu'à la fin des années 1950.

Du point de vue des banques et de leur rapport à l'État, les relations continuent d'être régulières mais peut-être un peu plus tendues, en raison des difficultés de placement des titres publics et privés. Car si les banques conservent les mêmes prérogatives en matière de placement des titres d'État sur le marché, elles doivent faire face à la pression de leurs entreprises clientes qui souhaitent obtenir des capitaux. Les discussions avec la direction du Trésor se révèlent, à cet égard, beaucoup plus âpres qu'avant la guerre. Il n'empêche que la répartition du contingentement des émissions publiques de 1954 à 1957 ressemble fortement à celles d'avant 1939 en faveur du Crédit lyonnais (42,8 %), de la Société générale (37,9 %) et du Comptoir national d'escompte (19,9 %).

### **3 - La Banque de France prêteur en dernier ressort**

Lorsque l'on examine l'actif du bilan de la Banque de France, il ressort que les trois postes qui contribuent au financement du Trésor - et donc de la dette - influent directement ou indirectement sur le marché des capitaux. Ainsi, le poste des avances à l'État dont le plafond maximum est fixé par une convention entre l'institut d'émission et le Trésor est un mécanisme souvent réformé mais qui reste en vigueur durant toute la période. Synonyme d'inflation mais aussi de mauvaise gestion publique, le recours à la Banque oblige régulièrement sous la IV<sup>e</sup> République le gouvernement à demander au Parlement l'autorisation d'un relèvement du plafond. C'est l'une des raisons qui poussent d'ailleurs les hauts fonctionnaires en charge de la trésorerie à remettre le circuit du Trésor à l'honneur : éviter les ponctions monétaires trop visibles sur le marché monétaire. Cependant par d'autres biais, la Banque de France contribue largement à financer l'endettement du Trésor. Ainsi le réescompte des effets à moyen terme des correspondants et notamment ceux de la Caisse des dépôts et consignations par l'Institut d'émission est-il un moyen indirect de financer le Trésor, dans la mesure où les fonds dégagés sont déposés au compte courant au Trésor dont chaque correspondant dispose. Sous couvert de circuit économique, le système équivaut en réalité à une émission pure et simple de monnaie.

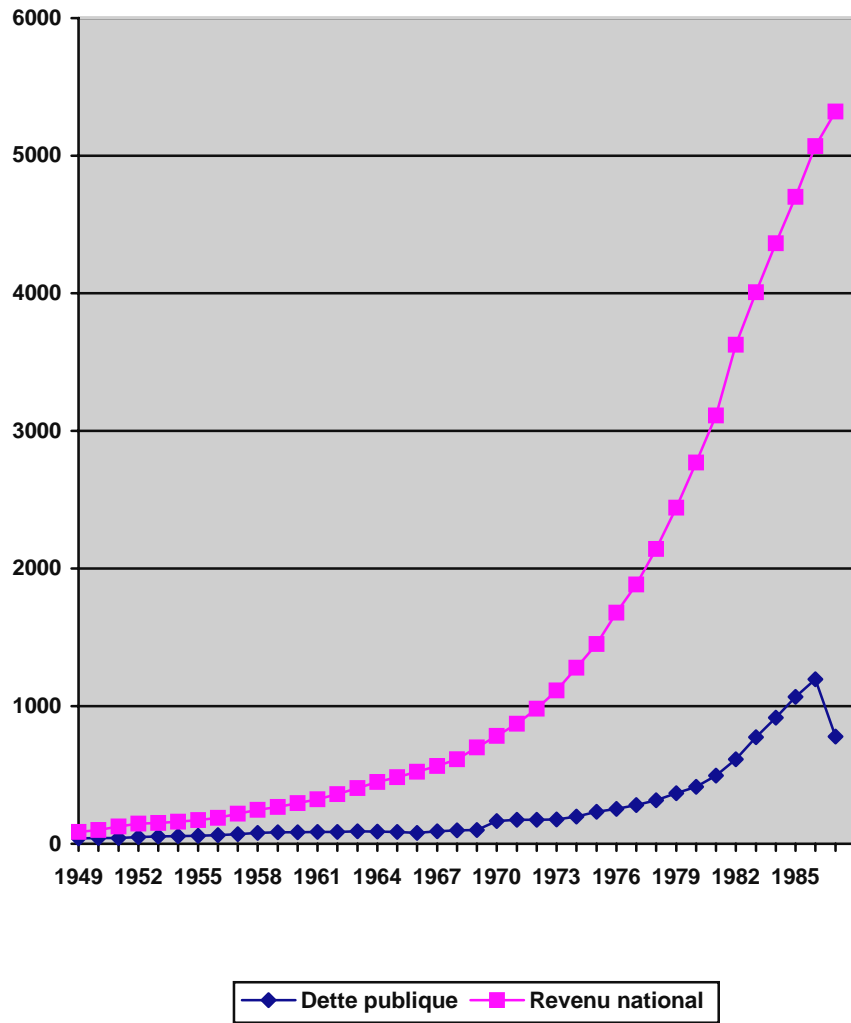
Le troisième canal qui bénéficie au Trésor est celui du réescompte des obligations cautionnées par la Banque de France. Traités accordés par le Trésor à des entreprises en règlement de certaines taxes, à certaines conditions, le procédé des obligations cautionnées en cours de puis 1875, a été largement développé après 1945. Le portefeuille des obligations cautionnées mobilisées à la Banque de France entre 1948 et 1958 oscille entre 50 et 100 milliards de francs courants, constituant non plus une réserve de trésorerie mais une recette courante pour le Trésor. Au coût pour la trésorerie (4,6 milliards d'agios en 1952) s'ajoute le coût monétaire d'un procédé de financement hétérodoxe.

Bon gré mal gré, la Banque de France a été amenée à apporter son concours au financement de la dette publique tout au long de cette période de fort endettement du Trésor. En dépit des efforts du Trésor pour placer les valeurs publiques sur le marché financier, pour solliciter les banques afin de s'assurer une alimentation la plus régulière possible, l'appel direct ou indirect à la Banque de France s'est en effet révélé indispensable. Le marché monétaire s'est trouvé ainsi dominé par les taux d'intérêt attractifs des effets publics : jusqu'en 1971, les taux des bons du Trésor à un an ont été les taux directeurs des taux courts de la Banque.

Par son action sur le marché financier, sur le marché monétaire et sur le secteur bancaire, le Trésor réussit à financer une dette publique croissante. Si le poids de la Dette par rapport au Revenu national (figure 2) paraît relativement peu élevé, c'est en raison de l'inflation persistante dans les années cinquante et soixante, des dévaluations successives qui ont allégé le poids de la dette publique. Le coût réel de la Dette est difficilement mesurable, puisqu'il est constitué de la perte de confiance dans le crédit de l'État et plus largement de la perte de confiance des épargnants dans le placement sur les marchés de capitaux. Au fur et à mesure que la période de la guerre et de la Reconstruction s'estompe, les raisons qui ont poussé l'État à contrôler les marchés de capitaux - en partie pour financer sa dette - ne sont plus justifiées. Mais il faut attendre la rupture politique, institutionnelle et économique de 1958 pour que s'amorce véritablement un changement dans la politique de la dette.

Figure 2

**Rapport Dette publique/Revenu national 1949-1987**



Source : Annuaire rétrospectif de l'INSEE 1948-1988

A partir de 1960, dans un contexte économique et financier plus favorable, le poids de la dette publique sur les marchés de capitaux est enfin perçu comme néfaste par les pouvoirs publics qui décident de réformer progressivement le système financier français. Une nouvelle période s'ouvre.

### **III - Les années 1960-1980 : la dette publique dynamise les marchés de capitaux**

Sous l'effet de la triple impulsion de l'ouverture du marché européen, des changements politiques et institutionnels ainsi que de la stabilisation économique et financière qui s'opèrent à partir de 1958, l'impact du Trésor sur les marchés de capitaux se réduit progressivement, la dette publique tendant alors à être gérée de manière plus saine et orthodoxe. Les relations entre la Dette et les marchés de capitaux s'en trouvent nécessairement modifiés.

Les étapes de ces transformations épousent les contours de chaque décennie : alors que les années 1960 consacrent la neutralité monétaire du Trésor, les années 1970, du fait de l'entrée dans la crise, marquent le retour d'un fort endettement de l'État; phénomène qui dans les années 1980 conduit l'État à déréglementer les marchés de capitaux pour mieux financer sa dette.

#### **1 - Les années 1960 ou la marche vers la modernisation**

Ambiguë dans ses réalisations, la décennie qui s'ouvre en 1960 marque cependant une véritable rupture en matière économique et financière. Mélange de volontarisme politique et de poussée libérale, ces années se caractérisent par la coexistence de l'effervescence des réformes et de la poursuite de pratiques antérieures en matière financière. Si le plan Pinay-Rueff ne touche pas à l'alimentation du Trésor et donc au système financier en place depuis 1940, plusieurs signes manifestent dès 1960 la prise de conscience de la part des décideurs publics de la nécessité d'alléger le poids monétaire du Trésor : ainsi la décision de ne plus émettre d'emprunt public à partir de 1959 afin de ne pas obérer les placements des entreprises privées marque la volonté de revenir au fonctionnement normal du marché financier.

Timides en cette première moitié de la décennie, les réformes des circuits de financement s'accélèrent à partir du plan de stabilisation de 1963-1965. En témoignent la création d'un système d'adjudication des bons du Trésor en 1963, qui marque la fin de l'alimentation automatique du Trésor par le système bancaire : désormais, le marché fixe le taux et le volume des transactions de bons du Trésor en comptes courants.

La dette publique, qui n'était pas une priorité après la guerre chez les gestionnaires de l'alimentation de la trésorerie, revient au centre de leurs préoccupations. Une nouvelle hiérarchie implicite de l'endettement public se dessine : les bons du Trésor dans le public ne sont plus considérés comme une ressource courante mais font figure d'expédients et d'ultime recours derrière l'appel au système bancaire et à la Banque de France. Le directeur du Trésor préconise dans ce même document la poursuite de l'allongement des titres publics et la baisse de leur taux, "de manière à éviter toute concurrence indue aux émissions à long terme".

Voilà donc un revirement officiel du Trésor sur ses doctrines antérieures quant à ses formes d'endettement. Risque pour l'aisance de la trésorerie publique, étroitesse du marché financier, découragement d'une forme d'épargne semi-liquide expliquent la réticence des gestionnaires de la trésorerie à dénouer les liens complexes qui régissent les rapports entre le financement de la dette publique et les marchés. Il faut attendre les mesures prises par le Conseil de l'Élysée du 20 décembre 1963 sous la présidence du général de Gaulle pour que de nouveaux principes et règles d'action en matière d'endettement public soient édictés : priorité aux ressources à long terme; émissions du Trésor adaptées aux conditions du marché monétaire et financier.

Pour les années 1964 et 1965, le Conseil restreint fixe le montant des emprunts à long terme, l'encours des bons sur formules et la réduction des taux des planchers de bons du Trésor détenus par les banques. Ces derniers passent de 25 % à 5 % des encours bancaires entre 1960 et décembre 1965.

La deuxième vague de libéralisation qui souffle sur les finances françaises entraîne indirectement une modification profonde des relations entre la dette publique et les marchés de capitaux. Les réformes "Debré-Haberer", qui constituent un ensemble impressionnant de mesures sur l'organisation bancaire, l'élargissement des marchés de capitaux et la modernisation des techniques d'épargne et de crédit, touchent en effet au financement de la dette publique. Rapport Leca sur le développement du marché obligataire, ouverture du marché aux émissions étrangères, création de la Commission des opérations de Bourse, création d'un marché hypothécaire : autant de signes d'une volonté de redonner au marché financier son libre fonctionnement. Parallèlement, la suppression des planchers d'effets publics des banques, l'abolition du contrôle des changes, l'ouverture du marché monétaire à la Caisse nationale de crédit agricole et à des établissements non-bancaires modifient les conditions du marché monétaire.

Cependant à la fin des années 1960, si le circuit du Trésor est bel et bien remis en cause, si le financement de la dette tend à se "normaliser", la situation financière reste dominée par le Trésor, qui par exemple entend bien garder la maîtrise du calendrier des émissions. Ainsi élabore-t-il une doctrine sur les emprunts extérieurs des entreprises publiques françaises, emprunts qui tendent certes à favoriser la balance des paiements et à désencombrer le marché français, mais dont le choix de la monnaie d'émission pèse sur la balance en devises. De même le Trésor contrôle-t-il toujours l'accès des entreprises étrangères au marché français. La tutelle financière reste prégnante mais ses objectifs ne sont plus seulement destinés à capter des ressources pour financer la dette publique mais aussi à préserver l'équilibre de la balance des paiements.

Les années 1960 se caractérisent donc par une poussée réformatrice des circuits de financement, poussée amortie par la résistances des gestionnaires de la trésorerie mais également par une conjoncture économique et monétaire moins sereine dans les années 1962-1963 et surtout en 1968. Si la baisse de l'endettement extérieur et de l'endettement à moyen et long terme est significative sur la décennie, en revanche, la part de la dette à court terme - bons sur formules et bons en comptes courants - progresse nettement, tandis que la part des dépôts des correspondants est en augmentation quasi constante sur toute la décennie. Plus généralement, les variations de l'endettement public restent inférieures à +10 %, excepté en 1968. A partir de 1974, la crise qui suit le premier choc pétrolier va contribuer dans un premier temps à retarder la poursuite des réformes en chantier.

## **2 - Les années 1970 : la dette publique dynamise le marché obligataire**

Si globalement les variations du volume de la dette publique épousent celles des dépenses publiques, la période qui s'ouvre avec la crise de 1974 le prouve largement. Ainsi en 1975 la hausse du déficit public (+36 milliards de francs.) est couverte par l'augmentation des postes de la dette à court terme : la part des bons en compte courant (appel au système bancaire) est multipliée par 10 entre 1974 (1,8 %) et 1975 (18,49 %), pour se maintenir aux alentours de 19 % en 1976 et 1977. C'est donc par un endettement auprès du système bancaire que le Trésor cherche à se financer, les dépôts des correspondants particuliers restant une variable indépendante de sa volonté et le recours à l'Institut d'émission étant plafonné. Parmi les établissements bancaires, on relève une part grandissante de la Caisse des dépôts dans les souscriptions, qui dépasse celle des banques et celle de la Banque de France en 1976 et 1977.

La couverture du déficit se réalise aussi en vertu du retour d'une politique de grands emprunts, abandonnée depuis 1959, qui offre l'avantage en ces temps de retour de l'inflation, de limiter la création monétaire du Trésor : emprunt 7 % de janvier 1973, emprunt 10 % de juin 1976, de mai 1977, auxquels s'ajoutent les quatre émissions de 1978 (13,5 milliards de francs.), étant assortis d'avantages fiscaux, voire d'une indexation comme ceux de 1973 et 1977, indexés sur l'unité de compte européenne (ECU).

Ainsi la crise qui démarre en 1974 retarde-t-elle les effets libérateurs attendus des réformes de 1966-1967. Pour couvrir son endettement croissant, le Trésor mobilise à nouveau ses appels au marché

financier. Parallèlement, à l'inverse de la réticence constatée envers les emprunts des entreprises publiques à l'étranger à la fin des années 1960, l'État pousse ces dernières à s'endetter sur les marchés étrangers, soit pour bénéficier du marché français pour son propre besoin de financement, soit pour maintenir les réserves de change.

Du point de vue de l'impact de la dette publique sur le marché financier, l'analyse de la décennie des années 1970 offre alors un intérêt particulier. D'une part, les recommandations du rapport Leca sur les réformes du marché obligataire ont amélioré les techniques de placement et ont marqué le début d'un redressement du marché des valeurs à revenu fixe à partir de 1968. Si la direction du Trésor conserve la maîtrise du volume des émissions à travers le calendrier établi de manière concertée avec les banques, sa position s'est assouplie au fur et à mesure de l'élargissement du marché. D'autre part, la crise et le retour d'une intervention forte de l'État qui s'ensuit à partir de 1974 permettent de poser la question d'un éventuel effet d'éviction des valeurs publiques sur le marché des emprunts à long terme.

Depuis la règle de l'abstention d'appel au marché financier fixée en 1959 et tenue à quelques rares exceptions, le désengagement de l'État a surtout bénéficié aux institutions de crédit, et ce jusqu'à la fin des années 1970. Ces dernières ont en effet développé leurs émissions dans la mesure où le crédit-bail et les ressources obligataires n'entraient pas dans l'encadrement du crédit mis en place à partir de 1973. Aussi lorsque l'État reprend ces émissions à partir de 1978, le marché obligataire n'est-il pas altéré par cette reprise.

La question de l'éviction des effets publics est donc complexe. Pour la mesurer, il est nécessaire de prendre en compte non seulement la conjoncture boursière générale, la taille du marché, son dynamisme, mais aussi le type d'émetteurs et d'émissions en concurrence avec les valeurs d'État; ou bien encore le profil comparé des souscripteurs d'emprunts publics et d'obligations privées qui permettrait de savoir s'il y a arbitrage ou non entre les valeurs.

### **3 - Les années 1980 : libérer les circuits financiers pour financer la dette publique**

Si le marché obligataire revêt une telle importance à partir de la deuxième moitié des années 1970, le phénomène s'amplifie au tournant des années 1970 et 1980 : le volume brut des émissions obligataires est multiplié par 3 entre 1978 et 1983 (de 58 milliards de francs. il passe à 193 milliards de francs.) et par 5 entre 1978 et 1985, année au cours de laquelle le seuil des 300 milliards est franchi. Cette croissance spectaculaire des émissions, due au départ à l'augmentation des émissions publiques subit par la suite un effet d'entraînement et d'auto-alimentation du marché, du seul fait du réinvestissement du produit des remboursements des coupons échus. Le développement de ce marché s'accompagne également de la multiplication d'innovations financières en matière de rémunération, de durée, de mode d'amortissement mais aussi en matière de liquidité et de risque.

La part de l'État dans ce développement ne s'est pas limitée à celle du volume croissant de ses émissions. En effet, en raison de la crise économique - moindres rentrées fiscales, réactivation des interventions de l'État -, le besoin de financement de l'État s'est régulièrement accru depuis 1975 puis à partir de 1981. Pour y faire face, l'État souhaite obtenir des ressources à long terme et recourir le moins possible à un financement monétaire de son déficit, en raison de sa politique de lutte contre l'inflation. Cette préoccupation s'accompagne également de la volonté de réduire le coût de la dette publique et d'améliorer sa gestion. Parallèlement, les décideurs publics ne souhaitent pas revenir aux pratiques antérieures en vertu desquelles les émissions publiques pouvaient évincer les émissions privées du marché, surtout avec l'élargissement du secteur public qui fait suite aux nationalisations de 1982. En effet, la détérioration de la situation financière des entreprises, fort endettées, les incite alors à préférer le recours au marché financier aux emprunts bancaires. Le retour d'une rémunération attractive des placements à long terme à partir de 1979 doit accompagner ce mouvement.

Sous l'impulsion des ces trois facteurs, l'État décide de privilégier une réforme du marché obligataire, réforme qui va le conduire à mener une politique active d'innovations pour ses propres émissions. Dans un premier temps, l'État propose une simplification des titres présentés à l'émission : dématérialisation des titres à partir de 1982; à partir de juin 1983, le Trésor propose des obligations renouvelables du Trésor (ORT), que les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) seront autorisés à détenir en 1984. En 1985, les obligations assimilables du Trésor (OAT), qui offrent une grande souplesse et une simplification d'émission, complètent le dispositif L'État innove également dans les émissions à modalités particulières (obligations convertibles, emprunts couplés, emprunt à coupon unique, à paiement échelonné...). Mais ces innovations ne doivent pas cacher le fait que la simplification des titres émis se traduit pas leur standardisation et la limitation de l'éventail des titres proposés. En matière de gestion de la dette, l'État cherche à minimiser le coût d'une dette en augmentation et pratique des taux d'intérêt élevés à cette fin. Dans la même optique, en 1987, le Fonds de soutien des rentes, créé en 1937, est réactivé afin d'optimiser la gestion de la dette publique; une Caisse d'amortissement de la dette publique fait écho à la Caisse d'amortissement créée par Poincaré en 1926. L'ensemble de ces mesures tend à réaliser l'un des premiers objectifs fixés : faire de la dette publique française l'une des plus liquides au monde avec celle des États-Unis.

Dans un deuxième temps, l'évolution du cadre réglementaire des marchés financiers accompagne cette politique d'innovation. Les pouvoirs publics se sont attachés entre 1984 et 1986 à améliorer les conditions d'accès au marché, à développer l'ouverture internationale du marché financier primaire, à moderniser et à simplifier les procédures. La création de nouveaux marchés, comme le second marché (1983), la création en 1986 du Marché à Terme International de France (Matif) complète le dispositif qui vise à doter la place de Paris d'un vaste marché compétitif avec ses concurrents étrangers.

Enfin, l'ouverture du marché monétaire à tous les agents économiques et la création de nouveaux bons du Trésor remplaçant les bons en comptes courants et les traditionnels bons sur formules ont modifié la structure du marché monétaire, désormais plus proche du modèle anglo-saxon.

\*\*\*\*\*

Les changements considérables qui ont affecté la dette publique et le marché des titres d'État en France à partir des années 1980 ne sont pas seulement dus à la volonté délibérée des pouvoirs publics. La pression extérieure, la poussée vers l'internationalisation des marchés financiers ont entraîné les autres pays occidentaux dans l'aventure de la déréglementation financière. Le rôle prépondérant de l'État dans le processus de modernisation et de libéralisation qui peut apparaître comme un trait spécifique de la France, est perceptible dans d'autres pays développés comme l'Italie, le Japon et la République Fédérale d'Allemagne au tournant des années 1980. Tandis que les pays anglo-saxons, États-Unis, Grande-Bretagne et Canada, avaient déjà effectué la mutation de leur système financier dans les années 1970.

Du point de vue du financement et de la gestion de la dette publique, la France aura subi une évolution contrastée : dans un premier temps, jusqu'à la seconde guerre mondiale, à l'instar des autres pays européens, la dette publique joue un rôle d'entraînement sur les marchés de capitaux et la puissance publique intervient de plus en plus fortement pour stabiliser les cours de ses titres. Après la seconde guerre mondiale, la position française se détache de celles des autres pays occidentaux touchés par la guerre : renforcement de la tutelle de l'État sur les marchés, rétrécissement du marché financier, établissement de circuits de financement parallèles : étouffée par le drainage des capitaux par l'État, la place de Paris peine à retrouver son lustre d'antan. Dans un troisième temps, sous la pression conjuguée du secteur privé et du mouvement de globalisation qui enfle, l'État a précipité le mouvement de libéralisation financière au milieu des années 1980, réformé ses méthodes d'emprunt et exporté sa dette publique. Dès lors le système financier français traditionnellement fondé sur les banques a rejoint celui de la majorité des pays européens. La mise en œuvre des réformes du financement de la dette publique illustre le passage de la France, certes tardif mais réel, de « l'économie d'endettement » à une « économie de marché financier ».

*Les ouvrages du  
Comité pour l'histoire économique et financière de la France  
sont disponibles :*

- *En librairie (LGDJ, Volumen)*

- *Sur commande :*

*Hôtel de la Monnaie*

*CHEFF*

*11, Quai de Conti*

*75270 - PARIS Cedex 06*

*01 40 46 59 66*

<http://www.comite-histoire.minefi.gouv.fr>