

# Les « dealers » de la dette souveraine

## Politique des transactions entre banques et État dans la grande distribution des emprunts français

**Benjamin Lemoine**

DANS **SOCIÉTÉS CONTEMPORAINES** 2013/4 n° 92 , PAGES 59 À 88  
ÉDITIONS **PRESSES DE SCIENCES PO**

ISSN 1150-1944

ISBN 9782724633306

DOI 10.3917/soco.092.0059

Date de mise en ligne : 28/03/2014

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-societes-contemporaines-2013-4-page-59?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...  
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



**Distribution électronique Cairn.info pour Presses de Sciences Po.**

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur [cairn.info/copyright](http://cairn.info/copyright).

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

# Benjamin LEMOINE

## Les « dealers » de la dette souveraine<sup>1</sup> : politique des transactions entre banques et État dans la grande distribution des emprunts français

DOSSIER

Cet article analyse les interactions commerciales nouées autour de la dette souveraine française entre l'État et les banques commerciales. L'enquête porte sur le fonctionnement concret du réseau de banques chargées, en interaction avec les hauts fonctionnaires de l'Agence France Trésor (AFT) au ministère des Finances, de tenir le marché de la dette, c'est-à-dire d'assurer la distribution, la vente et la valorisation des emprunts d'État. La stratégie des pouvoirs publics visant à constituer de ce réseau de grossistes, qui doit diminuer le coût d'émission et assurer la qualité de la dette sur les marchés financiers internationaux, est l'un des canaux par lesquels chemine l'interpénétration des intérêts entre finances publiques et finance privée. L'économie des relations qui s'impose entre les banques privées et l'État est celle d'un partenariat structuré par des transactions et des échanges de bons procédés dont la légitimité publique et politique est parfois incertaine. Ces interactions ont pour effet de verrouiller un arrangement de marché pour le financement de l'État.

### **Sovereign Bonds Dealers. Politics of the Transactions Between Banks and State Regarding Government Bonds Sales and Distribution**

This article analyzes the commercial interactions formed around the French sovereign debt between the state and commercial banks. The survey focuses on the practical operation of the French primary dealers, the private bank network charged with "making the debt market", that is to say ensuring the distribution, sale and valuation of government bonds, and interacting with senior officials of the Agence France Trésor (AFT) at the Ministry of Finance. The government strategy of creating this network of wholesalers, to reduce the cost of transmission and to ensure the quality of French debt in the international capital markets, is one of the channels through which the interpenetration of interests between public finance and private finance travels. The mode of relationship thus required between private banks and the state is that of a "partnership" structured by transactions and exchanges of good practices whose public and political legitimacy is sometimes uncertain and which has the effect of locking a market arrangement for state funding.

1/ L'auteur tient à remercier Sabine Montagne, Horatio Ortiz et les membres de la rédaction de *Sociétés Contemporaines* pour leurs suggestions d'améliorations relatives à une version antérieure à ce texte, ainsi que Marianne Reynaud, Brice Laurent et Vincent Gayon pour leurs relectures et commentaires.



marchés financiers et des nécessaires réformes économiques et politiques auprès des gouvernants.

Un tel partenariat du Trésor avec les banques privées dans la distribution des meilleurs produits de dette – les banques officiant désormais comme des grossistes accrédités – est loin d'être une fonction et un rôle qui va de soi pour l'État. Après la seconde guerre mondiale et jusqu'à la fin des années 1960, l'administration publique a dominé et domestiqué<sup>3</sup> les marchés de l'argent privé en cantonnant leur développement et en canalisant leur potentiel rendement dans les circuits de financement administré de l'État et de l'économie. Les hauts fonctionnaires du Trésor théorisaient alors leur domination souveraine en décrivant les banques comme des organismes vassaux au sein du réseau féodal de circulation de l'argent à la tête duquel l'État et son Trésor officiaient comme le suzerain central (Haberer, 1976). Des économistes ont caractérisé cette période fordiste-keynésienne, de forte croissance et au sein de laquelle la création monétaire publique et l'émission de la dette étaient deux pièces des politiques publiques encadrées l'une dans l'autre, comme celle du déploiement de la répression financière par les États (Théret, 2011 ; McKinnon, 1973)<sup>4</sup>. Ironie de l'histoire, le terme de dette souveraine s'est imposé dans le débat public et dans les travaux académiques au moment précis où les marchés de l'argent privé ont repris d'importants pouvoirs dans la définition des politiques économiques, et que les États ont vu leurs capacités d'action sur l'économie et la monnaie circonscrites ainsi que leurs périmètres comptables surveillés et limités. L'émergence de la dette moderne, dite souveraine vendue sur les marchés de capitaux globalisés, se fait donc dans la répression monétaire (Théret, *idem*). Certains économistes font ainsi valoir que la crise actuelle des dettes publiques à l'échelle mondiale présente une menace pour les acteurs de la finance privée en incitant les États à considérer un « retour de la répression financière » (Reinhart, 2012). L'analyse prend ici pour objet les modalités politiques, organisationnelles et instrumentales du passage d'un État suzerain, dominant de façon hiérarchique et verticale les organisations bancaires et financières, à un État partenaire, associé horizontalement aux banques et aux organisations privées des marchés financiers. Ce réagencement de la souveraineté en matière de finances publiques opère à travers la transformation mutuelle des rôles et des pratiques légitimes des représentants de la direction du Trésor au ministère des Finances, des

Ironie de l'histoire, le terme de dette souveraine s'est imposé dans le débat public et dans les travaux académiques au moment précis où les marchés de l'argent privé ont repris d'importants pouvoirs dans la définition des politiques économiques.

3/ Le terme domestiqué étant entendu ici au double sens du contrôle strict d'un marché et de son maintien à l'échelle nationale et domestique.

4/ Cette dernière consistait en des réglementations strictes des activités financières des banques commerciales, voire en leur nationalisation, et se traduisait par un contrôle étroit et une limitation de l'émission bancaire privée de monnaie de crédit.

La teneur des transactions sociales et de l'échange de bons procédés entre banques privées et État dans la distribution de la dette publique a pour effet de verrouiller un arrangement de marché pour le financement de l'État et de l'économie, en le tenant pour évident et en le légitimant comme optimal.

caractéristiques des produits de dette que l'État émet, via la standardisation de leurs qualités et leur vente à l'échelle industrielle et, dans le même temps, l'augmentation des capacités d'action de la finance privée. L'analyse montre comment la teneur des transactions sociales et de l'échange de bons procédés entre banques privées et État dans la distribution de la dette publique a pour effet de verrouiller un arrangement de marché pour le financement de l'État et de l'économie, en le tenant pour évident et en le légitimant comme optimal.

## LA TRANSFORMATION DE LA SOUVERAINETÉ EN MATIÈRE DE FINANCES PUBLIQUES

L'émergence d'un groupe de banques privées chargées de souscrire et de distribuer les emprunts d'État, puis de les revendre à des investisseurs privés, s'inscrit dans le prolongement de la dynamique de *mise en marché* de la dette publique française, compris comme un processus historique et politique qui a transformé durablement les rapports de l'État à l'économie et à l'argent privé (Lemoine, 2011).

### ■ Le « contrat » bancaire de l'État

En effet, la monopolisation de la distribution des emprunts d'État par un réseau de banques commerciales, dites spécialistes en valeur du Trésor (SVT), a réactualisé les liens d'interdépendance entre l'administration publique et les marchés de l'argent privé et recompose les manifestations et périmètres d'action légitime de l'État (Linhardt, 2012). Le témoignage d'un banquier, acteur de ces transformations, pointe le caractère inédit de ce rapport contractuel de l'État à la finance privée pour les acteurs de l'époque :

« La nouveauté, dans l'organisation du marché bâti autour des SVT, provenait de ce lien contractuel, de ce cahier des charges qui liait le Trésor et l'État avec ces fournisseurs de services qu'étaient les banques. Contrat par lequel les fournisseurs de service s'engageaient à fournir un service après-vente : c'est-à-dire à tenir le marché, à assurer le *market making*, et à faire en permanence, sur un certain nombre de titres d'État, des prix à l'achat et des prix à la vente sur le marché secondaire [*de l'occasion*] aux investisseurs pour des écarts de taux – des *spreads* – maximum et des quantités minimales pendant un certain nombre d'heures dans la journée. » *Entretien avec un ancien spécialiste en valeur du Trésor pour une grande banque commerciale française pendant les années 1980.*

En démantelant progressivement ses instruments de crédit et de financement administrés et en incitant au développement de la place

financière française, l'État, à travers son pouvoir d'instituteur des marchés financiers (Lordon, 2008), a développé à partir du milieu des années 1960 une bureaucratie dédiée aux intérêts de marché (Hibou, 2012), soutenu et autorisé des innovations financières, agencé légalement les activités financières et bancaires – ce qui a eu pour effet de complexifier la régulation et le contrôle de la finance – et a donc joué un rôle majeur dans la mise en forme des marchés de l'argent privé<sup>5</sup>.

### ■ La construction des « besoins » de l'État et les politiques de la liquidité

Contrairement aux analyses fonctionnalistes de la finance, qui considèrent les marchés de capitaux internationaux et déréglementés comme un intermédiaire optimal dans le financement de l'économie et des déficits publics, il n'y a rien de naturel dans la conquête de la liquidité par l'État (Carruthers, 1999)<sup>6</sup>. L'impératif de liquidité sur les titres de dette et son corollaire – le nécessaire développement d'infrastructures bancaires et financières sophistiquées pour souscrire, coter (soit le fait de donner un prix en permanence) et distribuer les emprunts d'État – correspondent à un moment historique déterminé des frontières stabilisées entre l'État, les finances publiques, et la finance privée (Gayon, Lemoine, 2008). Les efforts déployés par l'État visant le développement d'une place financière privée puissante et compétitive ne renvoient pas au simple produit du progrès technique et d'une modernisation inévitable mais sont plutôt la résultante d'un abandon organisé des solutions administrées, considérées comme « inflationnistes », dans le financement de la trésorerie d'État. En effet, la mise en marché de la dette et le démantèlement des structures administrées ont été conçues dans les années 1960 et 1970 par des réformateurs libéraux comme une façon de sortir l'État de l'illusion monétaire et de la facilité avec laquelle le Trésor drainait l'épargne pour se financer pendant les années dirigistes d'après-guerre. Les mécanismes de marché ont été saisis par ces entrepreneurs du changement au Trésor, dont le plus célèbre est Jean-Yves Haberer, inspecteur des Finances et ancien directeur du Trésor passé dans la banque à partir des années 1980, comme un moyen d'imposer la discipline monétaire et budgétaire à l'État en

Les efforts déployés par l'État visant le développement d'une place financière privée puissante et compétitive ne renvoient pas au simple produit du progrès technique et d'une modernisation inévitable mais sont plutôt la résultante d'un abandon organisé des solutions administrées, considérées comme « inflationnistes ».

5/ Il s'agit d'un changement de rôle de l'État car dans un régime de financement administré, les dispositifs fonctionnaient plutôt comme des verrous empêchant le développement de segments de marché sur certaines activités.

6/ Ce dernier montre comment la liquidité du marché du crédit immobilier américain, permise par la standardisation des actifs financiers, a été coproduite par l'État et des institutions publiques dédiées, comme la Federal National Mortgage Association, connue sous le diminutif de Fannie Mae.

embarquant la puissance publique dans un régime de « véridiction » conçu par et pour les marchés, c'est-à-dire façonné par la contrainte des taux d'intérêt dans le financement des déficits publics (Lemoine, 2013). La nature des besoins de l'État, que ceux-ci soient financiers ou relationnels vis-à-vis des banques et des acteurs de la finance privée, est le résultat d'une construction collective : soit le partage fait entre, d'une part, les ressources que l'État peut légitimement contracter de façon administrée et monétaire et, d'autre part, ce que la puissance publique devra emprunter sur les marchés, au nom de son crédit et de son engagement à rembourser ces sommes. Pendant les années 1970, l'État doit se réaccoutumer à vivre comme un emprunteur, en se confrontant à l'offre et à la demande de ses titres publics. C'est précisément lorsque ces liens entre finance privée et finances publiques ont été à nouveau stabilisés que s'impose la nécessité d'un partenariat de l'État avec les banques afin d'implémenter une série d'innovations et d'installer des structures bureaucratiques dédiées à la conquête de la liquidité financière. Pour illustrer ces différences historiques, il est utile de rappeler combien l'évaluation des dettes publiques par les agences de notation privés comptait peu pendant la période des trente glorieuses : des marchés obligataires inconsistants et un financement de l'État auprès des créanciers privés anecdotique faisaient de la notation souveraine et du « triple A » souverain des enjeux inconséquents (Gaillard, 2010). C'est donc l'installation d'une relation de type donnant-donnant entre l'État, émetteur de dette, et les banques intermédiaires chargées de la distribution de ces titres auprès des investisseurs – l'État se sert des banques et les banques se servent des emprunts d'État pour exister sur les marchés – qui doit être prise pour objet. La tenue de ce marché des valeurs du Trésor par les banques, ainsi que l'animation de ce réseau bancaire par la direction du ministère des Finances donnent à voir l'ambivalence du rôle de l'État vis-à-vis des marchés financiers. D'un côté, il s'agit de mettre en concurrence le système bancaire et d'émettre la dette publique en quantité industrielle afin d'en diminuer le coût. De l'autre, en cherchant à faire rayonner les titres de la dette, via l'animation de son réseau bancaire, et à maintenir le rang de la place financière de Paris, l'État se montre sensible aux intérêts privés dans la formulation de ses politiques publiques.

La relation qui se noue entre l'État et les banques peut s'analyser comme la mise en place d'un canal institutionnel à travers lequel transitent des flux de transactions et d'échanges intersectoriels plus ou moins avouables entre la haute fonction publique et la haute finance.

Un tel jeu d'intérêts croisés entre le secteur bancaire privé et le service public de la dette est ainsi fait de transactions collusives et d'échanges de bons procédés dont la légitimité est parfois boiteuse (Dobry, 2000), en ce qu'elle ne s'énonce publiquement que coûteusement. En effet, la relation qui se noue entre l'État et les banques peut s'analyser comme la mise en place d'un canal institutionnel à travers lequel transitent des flux de transactions et d'échanges

intersectoriels plus ou moins avouables entre la haute fonction publique et la haute finance : le passage d'agents et d'expertise technique à travers l'instauration de stages en banques pour les hauts fonctionnaires, la banalisation du pantouflage, la mise en commun de la recherche économique, ou encore des pratiques de don et contre-don discrètes et répondant à des cycles temporels de durée variable et, du même coup, difficilement identifiables. Ces transactions ont pour effet de faire se tenir entre elles, dans un jeu d'interdépendance serré, puissance publique et puissance bancaire privée. Surtout, elles participent de la consolidation et de la légitimation d'un arrangement de marché pour la dette publique, au sein duquel l'administration des Finances tient pour acquis l'efficacité des marchés dans l'allocation du capital, tant à l'économie qu'à l'État. Enfin, ces interactions reformulent l'agenda pour placer au cœur de ses préoccupations et de son action publique les besoins des acteurs privés des marchés de l'argent.

#### ENQUÊTE EN TERRAIN SENSIBLE

L'article est basé sur une enquête (près de 60 entretiens semi-directifs) menée entre 2008 et 2011 auprès de la direction du Trésor française, ses anciens agents comme ses contemporains, ainsi qu'auprès de responsables chargés des relations avec le Trésor au sein des banques commerciales françaises ou étrangères. De même, des interviews ont été conduites auprès de certains investisseurs institutionnels, notamment des compagnies d'assurances. La démonstration repose aussi sur la consultation des archives du ministère des finances et le dépouillement de la presse financière. Dans de nombreux cas, l'aspect sensible du sujet a pu représenter une difficulté dans l'accès à la parole des interlocuteurs. Certains ont souhaité ne pas être enregistrés ou n'être simplement pas nommément cités. Parfois, ils ont autorisé à faire état du débat ou du point controversé qu'ils relataient, à condition que l'auteur ne mentionne pas la source. Ces conditions sont ici respectées chaque fois que cela a été exigé par un acteur. C'est pourquoi certaines interviews sont anonymisées dans le cours du texte, et que d'autres ne le sont pas. Par la force des choses, il est parfois nécessaire de conserver le flou sur l'identité de l'interviewé – on parle alors de « haut fonctionnaire à la direction du Trésor » ou de « Trésorien » pour abrégé et rester discret. Beaucoup de hauts fonctionnaires interrogés ont quitté tôt l'administration, leur expérience au Trésor constituant un tremplin pour l'accès aux milieux financiers. Cette nouvelle distance leur a souvent permis une parole « libérée » sur l'institution qu'ils ont désormais quittée.

## L'INDUSTRIALISATION DE LA DETTE PUBLIQUE

Une fois acté le caractère nécessaire d'un financement sur les marchés, les techniques et innovations financières déployées par le souverain français pendant les années 1980 et 1990 doivent permettre à la France d'être à la pointe de la mise en marché des dettes

publiques à l'échelle internationale, mouvement que la direction du Trésor au ministère des Finances anticipe alors. Christian Noyer, directeur du Trésor de 1993 à 1995 et actuel gouverneur de la Banque de France, explique que, pour les responsables des pouvoirs publics de l'époque, « c'était la direction inexorable de l'évolution : ce qui s'était passé aux États-Unis allait se passer en Europe. Et la France avait une possibilité de tirer parti de cette opportunité si elle était *front runner*, en tête du mouvement, et qu'elle pouvait attirer du business<sup>7</sup>. » Ces amples transformations entreprises pendant les années 1980 ont consisté à décloisonner les marchés financiers et ont été résumées sous l'appellation de *bing bang financier* (Cerny, 1989 ; Thesmar, 2008)<sup>8</sup>. Le livre blanc sur le financement de l'économie, rédigé par les principaux maîtres d'œuvre de la libéralisation, présente ces réformes de modernisation de la place financière de Paris comme une adaptation nécessaire de la France à ce qui se déroule sur les places étrangères<sup>9</sup>. La mise en marché des infrastructures de gestion de la dette publique s'est approfondie à mesure que les déficits publics sont devenus une donnée structurelle des finances publiques françaises. Au milieu des années 1980, l'industrie de la dette s'articule autour d'une dynamique de professionnalisation et de bancarisation privée des marchés des titres souverains. La croissance des volumes de titres publics émis par l'État et traités par les acteurs de marché est convertie en ressource par les pouvoirs publics qui voient là un moyen d'obtenir la liquidité espérée, et donc de réduire *in fine* le coût d'émission de la dette.

## ■ La professionnalisation de l'État emprunteur

La seconde moitié des années 1980 marque la fin des particuliers dans la souscription des titres de dette publique et l'intense professionnalisation des marchés de dette. En effet, à partir de juin 1985, la technique de l'adjudication, dispositif de vente aux enchères pour l'émission et la souscription de titres, s'étend aux emprunts d'État à moyen et long terme qui étaient auparavant exclusivement régis par le système dit de la prise ferme : au lieu de laisser se confronter

7/ Entretien avec l'auteur, 2010.

8/ « La place financière de Paris était traditionnellement moins ouverte aux innovations dans les techniques et les produits que certaines de ses concurrentes étrangères ; les considérations de sécurité tendaient en effet à l'emporter sur toute autre préoccupation », dans *Livre blanc sur la réforme du financement de l'économie*, ministère de l'Économie et des Finances, t. 1, *Notes bleues*, n° 268, 24 février-2 mars 1986.

9/ Il s'agit des assouplissements apportés au contrôle des changes, de la modernisation du fonctionnement de la Bourse. La synthèse des réformes est rédigée par des hauts fonctionnaires et inspecteurs des finances, une équipe dirigée par Jean-Charles Naouri et composée notamment de Thierry Aulagnon (Trésor), André Gauron (conseiller technique de P. Bérégovoy), Gilles de Margerie (inspecteur des finances), Jean-François Pons (Trésor), Jean-François Stoll (Trésor). *Livre blanc sur la réforme du financement de l'économie*, ministère de l'Économie et des Finances, *idem*.

l'offre de titres à la demande des souscripteurs, l'État mandatait des banques, réunies en syndicat (on parle de « syndication »), pour acheter la totalité du volume d'un emprunt et le placer intégralement auprès des investisseurs. Au contraire, l'adjudication met les banques en concurrence afin qu'elles proposent des prix d'achat, des taux d'intérêt, pour les titres, et rien ne garantit à l'État de couvrir intégralement son émission, c'est-à-dire de trouver preneur pour la totalité des émissions de titres dont il a besoin. Si la syndication ne disparaît pas complètement – et, comme le montre la suite de ce texte, continue d'être utilisée pour l'émission de nouveaux titres d'État dans un jeu subtil de donnant-donnant avec les banques – l'adjudication devient le mode d'émission principal et privilégié de l'administration du Trésor. Seuls les établissements de crédit titulaires d'un compte en espèces à la Banque de France peuvent participer en direct aux séances régulières de mise en vente des obligations du Trésor<sup>10</sup>. Les particuliers sont de fait exclus des adjudications et ne peuvent acheter ces titres que sur le marché secondaire, en Bourse ou auprès d'un établissement de crédit spécialiste en valeurs du Trésor.

C'est ainsi que la dématérialisation des titres et la généralisation de l'adjudication, conjuguées à la professionnalisation de la gestion de la dette et à la conquête des marchés internationaux ont profondément restructuré la nature des publics intéressés directement à la dette publique, et évincé les particuliers de la souscription directe de dette<sup>11</sup>. Le développement d'un marché de professionnels de la dette est même un objectif explicite de la direction du Trésor au ministère des Finances. C'est donc une communauté de professionnels de la banque et de la finance qui prend en charge les affaires de distribution de la dette publique et les investisseurs institutionnels nationaux et internationaux<sup>12</sup> qui la détiennent.

10/ Jusqu'en 1991, les adjudications se sont déroulées en séance publique, à la Banque de France, avec la lecture à haute voix des soumissions et la remise des propositions sous pli fermé. Le système Telsat (Télétransmission des soumissions aux adjudications de titres), opérationnel depuis le mois de janvier 1992, permet désormais la transmission à distance des soumissions aux adjudications de valeurs du Trésor. Les adjudications sont ouvertes à tous les établissements de crédit titulaires d'un compte espèces à la Banque de France. « Le système Telsat », *Bulletin de la Banque de France*, 4<sup>e</sup> trimestre 1994, Supplément « Études ».

11/ Edmond Alphandéry, ministre des Finances (1993-1995), tentera de renouer avec les OAT particuliers, qu'on a appelé les OAT Alphandéry, mais l'ampleur de ces souscriptions est sans rapport avec le développement des OAT par adjudication. L'année de son lancement, cette nouvelle formule à l'usage exclusif des ménages portait sur un volume de 10 milliards de francs pour un programme d'émission du Trésor s'élevant à 500 milliards la même année, dont 255 milliards d'OAT. La part réservée aux particuliers se limitait donc à 2 % de la dette publique tous titres confondus, et environ 4 % des obligations émises. Ducros décrit ainsi « la souscription désormais écrasante des personnes morales de droit privé ». Cf. Ducros (2008).

12/ Principalement les compagnies d'assurances dans le cas de la dette française, parmi ces « zinzin » pour reprendre le jargon.

La liquidité s'obtient aussi en modifiant les caractéristiques des emprunts eux-mêmes et en augmentant la surface commerciale de la dette : sa croissance à échelle industrielle, qui suit l'évolution des déficits publics, contribue à attirer les investisseurs et à en augmenter la valeur de marché, dans la limite de possibles effets de seuil. La cherté de la dette pour les investisseurs – le niveau des taux d'intérêt faibles attachés aux titres – est désormais aussi attachée à sa visibilité et au *marketing* des produits que l'État propose sur les marchés globalisés. Les instruments mis en place par la France s'inspirent d'ailleurs du modèle américain pour lequel les Trésoriers confessent une fascination. Le système importé d'outre-Atlantique se décompose en trois instruments, *bills*, *notes* et *bonds*, ce qui donnera en France les BTF, BTAN et OAT<sup>13</sup>, qui correspondent à des maturités de dettes différenciées et standardisées : schématiquement, court, moyen et long terme. En somme, les qualités singulières de la dette française (Callon *et al.*, 2000), sa dimension large, ses caractéristiques liquides et l'organisation du marché obligataire permettent de réaliser des économies d'échelle, en diminuant les coûts de financement pour la puissance publique. Conformément à ce processus, les pays qui ont des déficits rares et faibles paient plus cher leur recours au marché de l'emprunt, précisément parce qu'ils y font moins souvent appel.

La stratégie poursuivie par les pouvoirs publics et l'administration du Trésor de mise en marché de la dette, via la bancarisation de la distribution de la dette, vise à en réduire le coût d'émission au sein d'un arrangement de marché. Une façon d'assurer la stabilité de l'émetteur souverain français, tout en écartant l'éventualité d'un financement administré et monétaire considéré comme inflationniste. Ainsi, aux côtés des banques spécialistes en valeur du Trésor, les hauts fonctionnaires des Finances réalisent des opérations de marketing à l'échelle internationale, *road shows* au cours desquels la dette est présentée aux créanciers par les hauts fonctionnaires du Trésor. Seulement, une telle stratégie d'enchâssement des puissances publiques et privées n'est pas sans contrepartie et transforme de l'intérieur l'acteur étatique.

Une stratégie d'enchâssement des puissances publiques et privées n'est pas sans contrepartie et transforme de l'intérieur l'acteur étatique.

## PUISSANCE DE LA COOPÉRATION TRÉSOR – BANQUES PRIVÉES

Puisque « les déficits sont structurels et que la dette existe et pour longtemps », explique un responsable des opérations sur la dette française pour une grande banque commerciale allemande, les Trésoriers

13/ *Bills* = billets du Trésor, *notes* : moyen terme ; *bonds* = obligations du Trésor. En français, cela se décompose ainsi : BTF = bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés ; BTAN = bons du Trésor à intérêts annuels ; et OAT = obligations assimilables du Trésor.

repensent, à partir du milieu des années 1980, « le système archaïque des emprunts d'État dont personne ne veut à part les investisseurs français avec la bague et le béret »<sup>14</sup>. Parmi les ressources de la dette française pour peser dans la compétition internationale et devenir un emprunteur de référence, on compte des technologies sociales : c'est le cas de la mise en réseau des banquiers dédiée, autour de l'État, à la distribution de sa dette. L'installation d'un club de banques privées, « partenaires » du Trésor, fait partie intégrante du projet de conquête par les pouvoirs publics de la liquidité financière et de mise en conformité de la place de Paris sur les modèles anglo-saxons. À partir de 1987, ces banques sont chargées de tenir le marché – en anglais le *market making* – c'est-à-dire de participer aux adjudications de façon régulière, de contribuer à la réflexion financière de l'État et d'animer le marché de l'occasion. La création de ce réseau de spécialistes en valeurs du Trésor, est aussi un format importé des États-Unis où l'on parle de *primary dealer* pour désigner les banques travaillant auprès de la Banque fédérale et du Trésor américain : des dealers de proximités, comme le traduit avec amusement un ancien directeur du bureau d'émission de la dette française.

Les banques coexistent pendant un temps avec les agents de change qui détenaient auparavant un monopole public quant à la cotation des emprunts d'État sur le marché à terme (Godechot, 2005). En introduisant les banques commerciales dans le jeu, le Trésor ouvre la concurrence sur la distribution de dette<sup>15</sup>. D'autant que, depuis 1985, le marché à terme des instruments financiers français (Matif)<sup>16</sup>, qui constituait la première tentative de cotation à terme d'un gisement d'emprunt souverain, en l'occurrence les obligations du Trésor, fait son ascension :

« Le Matif a été mis en place par la compagnie des agents de change. Tous les banquiers sont arrivés en disant : "il n'y a pas de raison que cette affaire de Matif, où il s'agit de vendre à terme des OAT, relève encore du monopole des agents de changes : on en a marre du monopole". Et l'affaire a été arbitrée par le Trésor qui a préservé le monopole pendant un temps limité d'un an, au terme duquel tout le monde pouvait avoir un siège au Matif. »

Entretien avec un ancien agent de change et administrateur du Matif.

14/ Entretien avec l'auteur, 2008.

15/ Agent de change : dénomination utilisée avant la réforme de la Bourse de Paris, en 1988, pour désigner le propriétaire d'une charge. Ces sociétés, qui détenaient depuis plus d'un siècle le monopole des transactions boursières, ont pris, en 1992, la dénomination de sociétés de bourse. Pour Olivier Godechot (*op. cit.*, p. 56), les réformes des années 1980 signifiaient « d'une certaine manière, la prise de contrôle de la banque sur les métiers de la bourse qui lui échappaient traditionnellement ».

16/ Créé en 1986, le marché à terme d'instruments financiers de France, le MATIF, deviendra le marché à terme international de France. Sur ce marché, se négocient des produits appelés futures. Ce sont des contrats standardisés sur des emprunts théoriques : on parle de « notionnel ». Ce marché permet aux agents de se protéger ou de tirer profit de l'évolution future des taux d'intérêt ou des taux de change.

Comme le racontent des témoins de l'époque, l'astuce du Trésor consiste à ne pas explicitement fermer les charges d'officiers ministériels mais plutôt à les transformer en sociétés, au capital desquelles les banques peuvent faire leur entrée et racheter progressivement l'ensemble des charges. Cette stratégie des pouvoirs publics vise à diminuer le coût d'émission de la dette publique en élargissant la clientèle des obligations du Trésor ainsi qu'en étendant ses modes de distribution. Privés de leur exclusivité sur les marchés à terme, les agents de change et leur statut public-privé hybride, ne résistent pas longtemps aux banques commerciales (Lagneau-Ymonet et Riva, 2010). Une histoire évolutionniste de la sélection naturelle des participants au marché des dettes publiques s'impose alors :

« Quand la taille de la dette dépasse un certain niveau, l'agent de change est dépassé parce que, plus la dette est grosse, plus l'importance du marché secondaire est importante. Quand on a une petite dette, on peut imaginer qu'un nombre certain d'investisseurs finaux va acheter les titres et les conserver jusqu'à échéance. Quand on a passé un certain montant de dette, on s'adresse à une clientèle beaucoup plus large, dont certains clients vont acheter et revendre : le marché secondaire est donc important et la bourse centralisée n'est plus faite pour ça. »

Entretien avec un ancien spécialiste en valeur du Trésor pour une grande banque française.

Dépourvus du bilan financier adéquat, les agents de change n'auraient pas été en capacité d'assurer un véritable *market making* de la dette publique. Ce qui signifie, concrètement, pouvoir disposer d'une surface de fonds propres permettant de s'émanciper du rôle de simple intermédiaire entre un acheteur et un vendeur à un certain prix, en s'appropriant l'emprunt et en prenant le risque de ne le revendre que dans un intervalle de temps élargie aux grands investisseurs. Enfin, les banques commerciales se prévalent de pouvoir exporter la dette publique nationale à des investisseurs étrangers avec qui elles sont en contact direct, notamment les fonds internationaux américains et japonais. Le mécanisme de mise en réseau des banques, orchestré par l'État, consiste à sortir le monde obligataire « du giron de la bourse, en le transformant en un monde totalement de gré à gré avec comme point central du marché les SVT », comme l'explique un ancien responsable SVT, et chef du trading sur les emprunts d'État dans une grande banque française à la fin des années 1980. La diversité des acteurs dans l'intermédiation de la dette, qui persiste un temps, s'efface devant l'exclusivité de la technologie bancaire. En jouant la carte des banques, le Trésor espère toucher une clientèle plus large, distribuer la dette à une grande échelle au niveau international, susciter « la demande » par la liquidité et, *in fine*, garantir le placement de ses titres en « sécurisant ses tuyaux d'évacuation » :

« La société de bourse dans laquelle j'étais, Magnin Cordelle, a été très très grosse sur l'intermédiation des obligations d'État françaises (les OAT). Les banques, sous prétexte de transparence dans la négociation, ont réussi à évincer toutes les sociétés de bourse pour prendre ce marché... Cela s'est fait aussi avec l'assentiment du Trésor qui voyait dans ces grandes banques l'avantage de placer plus facilement sa dette. Le Trésor français préfère avoir comme partenaire la BNP pour communiquer et dire : "Voilà, je vais avoir des centaines de millions de francs à placer dans le marché, est-ce que vous pouvez vous en occuper ?" La banque est plus sûre qu'une société d'agents de change qui est composée de 5 ou 6 individus et qui vont dire : "Oui, oui... On va se débrouiller." Il y avait une garantie entre les agents de change et le Trésor, comme il y avait une garantie pour les notaires, mais ce n'étaient pas des structures qui obéissaient au Trésor. »

Gérant obligataire pour une grande société d'assurance française.

Participant régulièrement aux séances de vente aux enchères de la dette, les banques deviennent les porte-parole désignés de la communauté des créanciers et des professionnels de la finance auprès de la puissance publique. Cette période est vécue par ses témoins, hauts fonctionnaires du Trésor et banquiers, comme une époque de pionniers où règne le sentiment d'œuvrer pour l'intérêt général. L'aventure des valeurs du Trésor n'est qu'une pièce parmi d'autres de la cause politique de la finance internationale qui avance sur plusieurs fronts simultanés. La dette joue un rôle de pivot pour ces transformations : son développement modernisé officie comme le socle à partir duquel peut être lancée une série d'innovations et de techniques financières, avec l'assentiment et le soutien de l'administration publique. Les agents qui sont responsables de la fonction SVT dans les banques sont, pour un temps, les « stars du parquet », et peuvent faire valoir, à l'intérieur de leurs organisations, ce rôle qui bénéficie à l'époque d'une forme de prestige<sup>17</sup> :

« On modernisait le marché français des taux. Et le tout dans un contexte de construction européenne avec émergence d'un nouveau marché qui allait être plus gros avec le marché de l'euro... Donc c'était passionnant. Il y avait tout à faire : le *market making*, le développement de l'électronique, les questions juridiques. Et on poussait tous les pions en même temps : on poussait la dette d'État, la dette des entreprises privées, le Matif. C'était fait par une poignée de gens. Chacun poussait ses pions parce que l'intérêt d'une banque est pas forcément le même que celui des autres. Mais bon, *grosso modo*, on était quand même tous d'accord pour moderniser la place de Paris sur les taux et ça a profité à nos carrières à chacun d'entre nous, on a évolué dans nos établissements beaucoup grâce à ça. »

Spécialiste en valeur du Trésor, grande banque commerciale française.

17/ Parmi les responsables SVT de l'époque, beaucoup sont devenus *managing director* dans des établissements de renom comme Morgan Stanley, Barclays ou la Deutsche Bank.

Mais le club des spécialistes en valeur du Trésor est un réseau fermé. Il y a donc un coût d'entrée à payer par les banques. Chaque équipe aspirant à devenir SVT de banque constitue un dossier de candidature et passe un grand oral d'admission pour être admise dans le club. Un mandat de SVT dure 3 ans et est renouvelé en fonction de certaines conditions. Une fois entrées celles-ci doivent, pour s'y maintenir, garantir une présence régulière aux adjudications, qui est le mode routinier d'émission de dette par l'État. Ces séances de vente aux enchères sont préparées par des réunions au ministère des Finances au cours desquelles les responsables de banques font part de l'état de la demande de titres, des conditions générales de marché et donnent des conseils au Trésor sur l'opportunité à émettre, ainsi que les quantités et caractéristiques des titres les plus pertinentes.

Les relations entre banques et Trésor ne se limitent pas aux séances d'adjudications<sup>18</sup>. Les banques jouent un rôle essentiel car en organisant ce club, l'État s'assure que les banques rendront présente la dette française sur le marché secondaire : leur activité consiste à soutenir un système de valorisation et d'échange des titres d'État en participant, aux côtés du Trésor, à l'organisation de *roadshows*, et en proposant toujours des prix pour les produits financiers de l'État français.

Être SVT représente donc un coût humain et technologique pour les banques : l'État exige un représentant permanent de la banque qui soit basé à Paris et qu'un bureau (*desk*) qui lui permette de coter les emprunts d'État soit installé avec une équipe de traders dédiée au marché des taux. La direction des Finances élabore avec les banques une charte des relations qui objective les attentes de l'administration publique. Ce document organise de façon systématique, pour l'ensemble des SVT, les règles de conduite à respecter afin que le mandat soit renouvelé. Ce cahier des charges est l'objet de négociations avec l'administration des Finances. Le Trésor fait régulièrement un point sur les engagements des banques : à savoir la présence d'une équipe de traders à Paris, les statistiques de participation aux séances d'adjudications, ainsi que la qualité de l'animation du marché secondaire.

La stratégie de conquête de la liquidité à grande échelle auprès de créanciers internationaux implique d'introduire dans le club de partenaires des banques étrangères. Mais, admettre une banque

18/ Les adjudications ont lieu régulièrement, au minimum une fois par mois à un jour déterminé.

étrangère dans le club se révèle, au vu de ces exigences, une tâche difficile. Celles-ci étant puissantes dans le marché et en mesure de drainer d'importants flux financiers vers le Trésor français, il paraît difficile pour l'administration française de leur refuser cet accès. Pour autant, les hauts fonctionnaires du Trésor tiennent à ce que ces banques satisfassent aux critères. La catégorie de CVT, correspondants en valeur du Trésor, constitue ainsi l'antichambre du label SVT, sas d'attente avant que l'ensemble des objectifs soit atteint.

Sylvain de Forges, ancien haut fonctionnaire à la direction du Trésor et chef du service des affaires monétaires et financières, témoigne qu'à partir de 1991 est prise la décision de se servir du label SVT comme d'un appât pour que les grandes banques anglo-saxonnes viennent accroître et maximiser la place de Paris. La sélection a lieu à l'été 1992, et une négociation particulièrement rude, qui dure près de 9 mois, commence alors avec Morgan Stanley. Le Trésor ne cède pas sur ses exigences et, avant de donner l'agrément, attend qu'une équipe d'agents, composée de traders, d'analystes et d'officiers de *back office*, viennent effectivement travailler dans un bureau parisien de la banque sur les obligations d'État.

### ■ Les bénéfices étatiques de l'ultra-compétition

Le statut SVT est ainsi coûteux à acquérir, et n'est concédé qu'à la condition que l'État soit « réciproquement enrichi », pour reprendre les termes de Sylvain de Forges. L'alliance entre banques et Trésor assure la puissance commerciale et la notoriété de la dette française. La mise en concurrence des établissements bancaires permet à l'État de bénéficier de taux faibles au moment d'émettre sa dette. Seulement, cette recherche du « tout compétitif » par le Trésor et l'arrivée de nouveaux concurrents a affecté les banques commerciales nationales et a eu pour effet de rendre le métier SVT moins rentable et a menacé de les appauvrir sur ce segment particulier d'activité. C'est ainsi qu'au sein de certaines banques nationales, la gloire des SVT s'est révélée précaire dans un environnement où des groupes mondiaux dotés de surfaces financières importantes consomment un bilan financier important sur les activités d'obligations gouvernementales. Seules les banques capables d'être au centre des flux financiers, aptes à connaître les mouvements de marché et à « parler » aux fonds de pension internationaux et *hedge funds* peuvent réaliser des profits :

« Le business model a complètement changé : on est passé d'un modèle de création de valeur, où les traders obligataires essayaient de travailler leur *trade*, source de revenus, à un modèle fondé entièrement sur le volume, avec des acteurs énormes et beaucoup de transactions automatisées. Modèle dans lequel la valeur ajoutée était uniquement dans la connaissance des flux du marché. C'est-à-dire que la banque qui gagne de l'argent, elle travaille avec des gros *hedge fund* ou des gros fonds de pension. Elle voit les flux passer et peut anticiper les retournements du marché. En revanche, passer une heure sur un *trade* de 5 millions d'euros avec un fond de pension breton, ça n'intéresse plus personne. »

Ancien haut fonctionnaire à la direction du Trésor et directeur de l'Agence France Trésor.

Sylvain de Forges, premier directeur de l'Agence France Trésor – structure créée sous ce nom en 2000 – raconte comment les banques françaises ont « mal vécu » l'arrivée de ces banques étrangères : « Vous avez un pré carré et ils voient que le pré s'ouvre. Donc les *desks* SVT ne le vivent pas bien, au premier degré. C'est normal : c'est l'ouverture de la compétition. Je leur explique qu'il ne tient qu'à eux d'aller s'intéresser au marché du Bund [emprunt d'État Allemand], des *Guilt*s [emprunt d'État britannique] ou des *US Treasuries*. Ce qu'elles vont faire mais à l'époque elles le faisaient pas (...). » Au nombre de 13 au départ, les SVT sont 18, dont 6 d'origine non-résidentes en 1993, 22 à la fin des années 1990 et 20 en 2012 – avec la disparition de certaines banques liées à la crise financière et à la fusion de certains établissements. Un ancien spécialiste en valeur du Trésor pour la Caisse des dépôts et consignations, devenue par la suite CDC Ixis, raconte l'ambiguïté du rôle de son institution sur cette activité de partenaire du Trésor, mêlant à la fois recherche du profit bancaire et service public d'intérêt général :

« L'internationalisation a fait bouger les parts de marché des uns et des autres : la compétitivité et la concurrence ont ouvert le marché de la dette à une autre clientèle. Cela a été une très grosse diminution de la rentabilité dans ce métier, voire sa disparition. Vu du côté des banques françaises, c'était une catastrophe. Mais, en même temps, vu du côté de la dette de l'État, c'était un grand bien. Parce qu'on a encore plus de liquidité, beaucoup plus de dispersion de la clientèle. En tant que banque française, je ne peux que protester. Mais, en tant que "supporter" de la dette française, je ne peux qu'approuver. Il y a donc une sorte de schizophrénie très liée à la position institutionnelle de la Caisse des dépôts. Donc c'était une catastrophe pour les banques françaises et bien vu du côté de la dette française. »

Pour un autre représentant SVT d'une grande banque commerciale française, la loi de la sélection naturelle, après avoir évincé les agents de change, s'appliquerait désormais aux banques nationales elles-mêmes : l'arrivée des acteurs étrangers, « qui avaient une expérience de ce genre d'activités beaucoup plus forte », dans le jeu des valeurs du Trésor « a mis les banques françaises sous pression et les a forcées à devenir bien meilleures. Cela a été difficile et bénéfique ». Ici encore,

la politique de puissance de la dette poursuivie par le Trésor s'avère délicate. Certes, seules les meilleures banques et les plus performantes, en termes de part de marché sur les obligations d'État, peuvent rester dans la course du SVT, mais c'est au détriment des banques nationales qui risquent de se désintéresser de ces activités coûteuses. De même, le risque existe que les banques diminuent leur implication et la qualité de leur service de SVT : le conseil au Trésor sur l'état de la demande des investisseurs (les sondages ou les échanges d'information routiniers), les informations de marché, ou encore la poursuite de recherches économiques sur la gestion de la dette. La direction du ministère des Finances publie un classement – une *league table*, dans le jargon (cf. illustration) – qui revêt beaucoup d'importance aux yeux des banques et investisseurs. Ce classement est fondé sur des critères de performance, négociés avec les banques au moment d'actualiser la charte des relations, d'abord exclusivement quantitatifs – présence aux adjudications, volumes d'achats, diversité des produits achetés – et devenus progressivement qualitatifs – prenant en compte la participation à l'activité de recherche macro-économique et financière et le degré d'implication des banques dans le conseil et l'innovation vis-à-vis du Trésor :

« La *league table*, c'était, en gros : "quel est le SVT qui a le plus acheté aux adjudications ?" On s'est rendu compte qu'en les enfermant dans le tout quantitatif, c'était au détriment de choses auxquelles on tenait un peu plus, qui étaient : la présence à Paris, la façon dont ils nous traitaient, hein ! ? Ne pas écrire de mal sur nos papiers ou ce genre de choses. »

Ancien haut fonctionnaire du Trésor<sup>19</sup>.

## ■ Des ressources humaines et de l'expertise en transaction

De même, la stratégie des pouvoirs publics de coopération avec les banques passe par le développement d'une nouvelle forme de technicité pour la dette et de mode d'action pour les hauts fonctionnaires. La rationalité pratique du Trésor devient moins hiérarchique dans ses relations aux banques et l'ouverture à l'économie financiarisée, l'écoute et le partenariat avec les banques s'institutionnalisent, y compris à travers la mise en place de recherches macro-économiques mutualisées. Les produits de dette standardisés, dotés de contrats aux clauses juridiques moins particularisées, autorisent de nouvelles formes d'expertise technique comme par exemple des exercices de simulation éprouvant les différents instruments de gestion du risque souverain et calculant les techniques et rythmes d'émission optimaux au regard du marché. Les agents qui composent les bureaux de l'Agence France Trésor et font face aux banques lors des opérations de marché de l'État présentent ainsi en grande majorité des profils

19/ Entretien avec l'auteur 2008.

Agence France Trésor

LE CADRE BUDGÉTAIRE | LA DETTE DE L'ÉTAT | LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT | LE CONTRÔLE DES RISQUES | INDICATEURS ÉCONOMIQUES | PUBLICATIONS

Budget de l'État | Principaux chiffres | Textes de référence

Accueil > Publications > Communiqués

Communiqués 2014

30/01/2013 : Le palmarès 2012 des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)

**Classement général : les SVT les plus actifs en 2012**

Depuis 1999, l'Agence France Trésor publie chaque année le palmarès des SVT (les plus actifs). L'évaluation de l'activité des SVT prend en compte l'ensemble de leurs missions : la participation aux adjudications, la présence sur le marché secondaire, les aspects qualitatifs de la relation des SVT avec l'AFT (qualités opérationnelle et du conseil, proximité et stabilité de la relation avec l'AFT).

Pour l'ensemble des 20 SVT présents en 2012, 100 points ont été attribués, avec une pondération de 40 pour la participation aux adjudications, 30 pour la présence sur le marché secondaire et 30 pour les aspects qualitatifs. La moyenne théorique est donc de 100/20 (5 points par SVT). Sur cette base, les établissements ayant obtenu en 2012 un score supérieur à la moyenne sont :

- 1 BNP Paribas
- 2 Société Générale
- 3 Morgan Stanley
- 4 Barclays Bank
- 5 HSBC
- 6 Natixis
- 7 Crédit Agricole
- 8 Royal Bank of Scotland
- 9 UBS

**Présence sur le marché primaire, secondaire et critère qualitatif**

**Marché primaire :** pour la participation aux adjudications et rachats, les établissements ayant une part de marché supérieure à 5 % sont :

- 1 Morgan Stanley
- 2 BNP Paribas
- 3 HSBC
- 4 Barclays Bank
- 5 Société Générale
- 6 Natixis
- 7 Crédit Agricole
- 8 Royal Bank of Scotland
- 9 UBS

**Marché secondaire :** pour l'animation du marché secondaire, les établissements ayant une part de marché supérieure à 5 % sont :

- 1 Société Générale
- 2 Barclays Bank
- 3 BNP Paribas
- 4 HSBC
- 5 Royal Bank of Scotland
- 6 Natixis
- 7 Crédit Agricole
- 8 Citigroup
- 9 Morgan Stanley
- 10 UBS

Enfin, pour la qualité des services, les établissements ayant obtenu un score supérieur à la moyenne sont :

- 1 Société Générale
- 2 BNP Paribas
- 3 Barclays Bank
- 4 Natixis
- 5 HSBC
- 6ex Crédit Agricole
- 6ex Deutsche Bank
- 8 Morgan Stanley
- 9ex Crédit Suisse

© Tous droits réservés AFT 2014.

d'ingénieurs fortement sensibilisés aux mathématiques appliquées (parfois détenteurs d'un doctorat ou normaliens) – Polytechniciens, ingénieurs des Ponts et chaussées, de l'École nationale supérieure des techniques avancées (ENSTA), de l'École nationale supérieure des télécommunications (ENST), ou encore des diplômés de l'ENSAE et administrateurs INSEE<sup>20</sup>. Le stage d'une durée minimum d'un

20/ Sur le rôle des corps d'États dans la formation des élites financières privées et la façon dont ces institutions républicaines se sont réinvesties dans l'économie financière formalisée et mathématisée, et d'autres savoirs de marché, cf. Lebaron (2011).

mois dans les banques commerciales, afin de saisir au plus près des salles de marché les enjeux du *trading* obligataire, devient un rite d'institution pour les agents opérationnels de l'Agence France Trésor. La création de l'AFT, au début des années 2000, tend à profiler des nouveaux postes pour les agents, comme celui intitulé recherche, et consistant à élaborer en interaction avec les équipes macro-économiques des banques privées des modèles, à court, moyen et long terme, de gestion des engagements financiers de l'État, ou encore à projeter les effets de l'introduction d'un nouveau produit de dette sur la stratégie d'émission de l'État. Les flux de ressources humaines entre banques privées et État se traduisent aussi par des carrières courtes au sein de la fonction publique pour ces ingénieurs formés dans les écoles d'élite de la République.

#### FLUX DE PANTOUFLAGES ET HYBRIDATION DES PRATIQUES ENTRE BANQUES ET ÉTAT

Les parcours de deux agents passés à l'AFT dans les années 1990-2000 sont typiques de ces carrières courtes au Trésor et exemplaires de la façon dont l'hybridation des profils professionnels et la ressemblance sociale des opérateurs travaillant pour les banques et l'État s'est développée. La nécessité d'intensifier les liens entre banques commerciales et Trésor est aussi devenue un nouveau sens commun de ces services publics. Le premier agent, polytechnicien et diplômé de l'école des Ponts, a commencé sa carrière au début des années 1990 au bureau de Los Angeles de la BNP puis est venu à l'AFT pour deux ans. Fort de ce passage au Trésor, il est recruté par la Société Générale, pour animer le département de *Leveraged Finance* à Londres puis à New York. Il devient ensuite directeur exécutif du même département sectorisé sur la France, l'Espagne et le Benelux chez Lehman Brothers. Un autre agent, aussi polytechnicien, complète sa formation par un master en mathématiques, finance, économie et statistiques à Paris VII, puis par un diplôme de l'ENSAE, avant de passer 4 ans au début des années 2000 à l'Agence France Trésor en tant qu'analyste macro-économique, et enfin responsable de la cellule recherche et stratégie de gestion actifs-passifs, *asset – liabilities – management*. Six ans plus tard, il est recruté par BNP Paribas pour travailler à Londres. Tous deux ont participé à la confection et à la stabilisation d'innovations sur les produits de dette publique : par exemple, la mise en place des obligations de l'État français indexées sur l'inflation. Cette expérience au service de la République a pu être valorisée fortement dans leurs parcours ultérieurs au sein des banques et des organisations privées de la finance. Le second agent est ainsi devenu spécialiste et responsable du *trading* sur les obligations indexées sur l'inflation à la BNP.

Même si les intérêts et les logiques d'action de l'État-émetteur de dette demeurent spécifiques et non réductibles à la poursuite de gains systématique sur le marché – comme cela peut être le cas pour les banques privées – ces différences s'apparentent davantage à des jeux de rôle qu'un agent peut endosser à tour de rôle, selon les contraintes spécifiques de sa localisation, tantôt versant public, tantôt versant privé de l'espace des pratiques du marché de la dette. Mieux,

le fait d'avoir vécu au cœur des salles de marchés des banques commerciales doit constituer un atout pour s'imposer dans les négociations et savoir remobiliser l'intérêt spécifique de l'émetteur public dans les diverses interactions avec les acteurs privés. C'est donc la nature des contraintes spécifiques attachées au métier de serviteur de la dette publique qui a été profondément restructuré de l'intérieur. Le pantouflage est devenu un fait banal à l'Agence France Trésor, et l'homogénéisation des profils d'agents, entre banques et État, une stratégie délibérément poursuivie par l'administration des Finances.

En définitive, le système ultra-compétitif et fonctionnant à échelle financière industrielle de la dette mis en place par l'administration des finances s'avère profitable à l'État : la liquidité augmente, le coût de la dette diminue et les banques se prêtent au jeu de la compétition. Mais ce dispositif qui doit à la fois associer et mettre en concurrence les banques entre elles est ambivalent et trouve ses limites dans la perte de rendement potentielle des maisons bancaires privées dont la logique du réseau compétitif, poussée à son paroxysme, est porteuse. Pour tenir ce système, la puissance publique doit parfois renoncer à ne poursuivre et ne servir que ses intérêts.

## L'AMBIGUÏTÉ DU JEU ENTRE BANQUES ET ÉTAT ET LA CONSOLIDATION D'UN ARRANGEMENT DE MARCHÉ POUR LA DETTE PUBLIQUE

Tout l'enjeu consiste, pour le Trésor, à « tenir » ce réseau, c'est-à-dire à continuer d'intéresser les banques à faire partie de ce club malgré l'appauvrissement apparent de ce secteur. En effet, la dette française se vendant facilement lors des séances d'adjudication, les banques, plus ou moins contraintes d'y participer en vertu de leur statut de membre du club, consentent souvent à travailler à perte financièrement. L'État, en contrepartie, s'engage à donner des privilèges aux membres méritants du club par le biais de rétrocessions.

### ■ Les plaintes et mobilisations collectives des banquiers

L'État doit gérer une tension entre son intérêt pour un réseau performant et concurrentiel de banques dédiées et l'intérêt propre des banques à l'adhésion à ce club. Le classement publié, connu et regardé par l'ensemble des acteurs de la place financière, et qui matérialise la mise en compétition des établissements bancaires, va être

au centre des jeux de concessions réciproques entre État et banquiers pour faire tenir le réseau de cotation<sup>21</sup>. Les séances d'adjudication qui, à l'époque de cette enquête, produisaient des taux d'intérêt faibles pour l'État, rendaient le métier de SVT peu rentable sur un plan financier. Pour être bien classées, les banques rentraient dans une logique de surenchère en proposant le meilleur prix à l'administration du Trésor :

« Le papier émis se renchérisait, parce qu'il y avait une surenchère des SVT *market makers* (teneurs de marchés) : ça a rendu le business difficile. »  
Ancien responsable SVT.

« Ce que les SVT appellent la surenchère, c'est ce que les économistes appellent la malédiction du vainqueur : si on veut être sûr de gagner l'adjudication, on surenchérit. Moi, j'ai vécu toute cette période, de 2002 à 2006, où le rapport de force a été de plus en plus favorable à l'État, effectivement, mais qui était juste un moment historique. »  
Ancien haut fonctionnaire du Trésor<sup>22</sup>.

Un ancien banquier avait calculé le coût pour les banques de cette participation systématique aux adjudications et le gain pour l'État de cette mise en concurrence des banques : « Les banques signent collectivement et délibérément un chèque de 60 millions d'euros par an à l'État. » Un autre spécialiste en valeur du Trésor a compté que, pour sa banque, participer aux adjudications coûtait 3 millions d'euros pour l'année 2007-2008, sachant que son équipe de *trading* participait par ailleurs aux émissions italiennes, allemandes, anglaises, et tous les grands émetteurs de la zone euro. Le phénomène de la surenchère a ainsi donné lieu à des plaintes des banques qui sont remontées au Trésor : « Il y a eu un certain nombre de banques qui ont commencé à se lever en disant : "Mais, on est tous collectivement stupides d'aller surpayer à ces adjudications. Qu'est-ce qu'on peut faire ?" », explique un autre SVT d'une grande banque française. Si, à court terme, le gain pour le Trésor paraît évident, les hauts fonctionnaires perçoivent à plus long terme un risque d'essoufflement de l'effort des banques vis-à-vis des valeurs du Trésor. Le risque qu'elles se sentent moins investies et moins animatrices du marché est ainsi pris en compte :

« Il faut voir dans quelle mesure la surenchère est vraiment un avantage, parce que, en moyenne, sur une année, la surenchère fait mal aux banquiers. Donc, ils ont moins d'appétit pour le papier aux adjudications : ça remonte le niveau de taux et ça dégrade le *spread*, l'écart de taux

21/ Plus la place dans le classement est élevée pour une banque et plus les avantages procurés par le statut SVT et obtenus de l'État sont conséquents.

22/ Entretien avec l'auteur, 2008.

d'intérêt, entre la France et l'Allemagne. Rationnellement, ce n'est pas gratuit. Le rapport n'est pas quantifiable. La théorie voudrait que ça s'équilibre par définition. En pratique, je pense que ça ne s'équilibre pas. »

Ancien haut fonctionnaire, chargé de l'émission de dette à l'Agence France Trésor.

Les difficultés des banques face au phénomène de la surenchère dans la participation des SVT aux adjudications se font sentir d'autant plus qu'avec la création de l'euro, la compétition entre grandes banques européennes et américaines se fait sur des volumes de titres très importants. Les banquiers distributeurs de dette à l'échelle européenne, formés en association à travers l'European Primary Dealer Association (EPDA), font souvent remonter ce type de revendication, visant à diminuer le cahier des charges du mandat de SVT – *primary dealer* pour le terme générique – et à faire contrepoids à la force des Trésors européens. Selon un haut fonctionnaire du Trésor, l'EPDA, qui vise à parler d'une voix commune pour les banques, renvoie aux différents modes de relations entre Trésor et banquiers ayant cours dans les différents environnements économiques et financiers, américains ou européens, par exemple :

« Les Anglo-Saxons ont toujours considéré que le marché français était particulièrement chiant parce qu'effectivement, structurellement, l'émetteur se comportait de telle façon que le métier était continuellement perdant. [Les associations type EPDA] ont en ligne de mire le modèle américain réellement cartellisé. L'idée était d'arriver à faire en sorte qu'il y ait un dire collectif des *primary dealers* en Europe, plus vigoureux, qui se coalisent pour essayer de gagner mieux leur vie comme c'était le cas aux USA. Sauf qu'aux USA, pour des raisons culturelles, le Treasury et surtout la Fed, sont plus aimables historiquement avec les *primary dealers*, que ne l'est le Trésor français, lequel a effectivement joué de la concurrence avec les SVT. C'est fait pour ça : le but est bien de vendre les OAT le plus cher possible à la fin de la journée. »

Pour remédier à ce climat français qui serait trop défavorable aux banques, on évoque alors au Trésor à partir de 2008 la possibilité de commander de façon officieuse et dans le cadre moins explicitement national de l'association des marchés de taux en euro (l'AMTE<sup>23</sup>) une étude à Jean Tirole, économiste à la Toulouse School of Economics, dont l'objectif est de comprendre, grâce aux outils analytiques de la théorie des jeux, la mécanique du comportement des banques et de proposer des modalités pratiques afin de l'enrayer. La difficulté consiste dans le fait que Trésor ne souhaite pas

23/ L'AMTE est un forum d'échange international qui réunit des acteurs divers de la place financière et des marchés de taux (banques, agences de notation, investisseurs, courtiers) et les autorités financières nationales et européennes.

explicitement apparaître comme soucieux des rendements bancaires ou, plus largement, des acteurs privés de la finance :

« L'Agence France Trésor (AFT) ne voulait pas donner l'impression que c'était eux qui lançaient l'idée d'une étude, mais ils la sponsorisaient. C'est toujours très compliqué et très politique ces choses-là. Le but de l'AFT étant d'assurer le financement de l'État au moindre coût, si des parlementaires voient que le Trésor commande une étude pour comprendre "pourquoi les SVT paient trop cher la dette de l'État" Ils pourraient se dire : "mais on marche sur la tête : justement leur rôle ce serait de financer une étude pour savoir comment leur faire payer plus cher". Mais les hauts fonctionnaires du Trésor sont conscients que le fait de les faire payer plus cher peut nuire au second rôle qui est de pouvoir financer l'État. »  
Spécialiste en valeur du Trésor pour une grande banque française.

La commande de l'étude, dont l'objectif est de rester à l'écoute des besoins des banques, reste secrète, car il paraît peu envisageable d'assumer publiquement, devant les parlementaires et la représentation politique, une telle nuance dans le tout rentable pour l'État. La stratégie d'émission de la dette au meilleur prix à long terme passe, selon les hauts fonctionnaires du Trésor, par un certain ménagement des banques et quelques nuances dans le tout compétitif que permet la procédure des adjudications et la mise en concurrence systématique des banques partenaires par le réseau SVT et l'attribution conditionnée du label.

### ■ Maintenir « l'affectio etatis »

Pour redonner l'envie aux banques d'être et de rester SVT, l'État procède ainsi à des syndications, qui permettent d'offrir aux banques un mandat contre services<sup>24</sup>. Les syndications sont en faible nombre et donc très courues par les banques. Ces modalités d'émission, au cours desquelles la banque doit placer un titre dans son intégralité, sont employées avant tout pour assurer le placement sécurisé d'une innovation, dont les caractéristiques ne sont pas encore connues par les acteurs du marché. En effet, lancer un nouveau produit implique de s'assurer qu'une demande sur ce produit existe réellement auprès des investisseurs : le processus est plus long et onéreux que pour un produit qui connaît déjà son public. Programmer une émission de dette pour un certain montant et ne pas la couvrir, c'est-à-dire ne pas trouver assez de « preneurs », est la hantise d'un émetteur : il peut en perdre sa qualité et son crédit. La

24/ Lors des syndications, une des banques intervient en tant que chef de file prenant la tête du syndicat. La syndication bancaire est généralement réservée à des prêts importants qu'une banque seule ne veut pas assumer en raison du risque.

syndication assure, au contraire, un public certain à l'émetteur, puisque la banque l'organise à l'avance et que le Trésor suit en temps réel la liste de clients intéressés et sa distribution par la banque. Mais un autre élément vient justifier la syndication : l'offre de mandat, et les commissions qui y sont liées, permettent d'entretenir la relation d'échange réciproque entre l'État et ses banques. Les SVT évoquent le cas de certains pays qui sont obligés d'acheter leurs partenaires bancaires à travers l'offre de mandats.

Le recours, plus ou moins ritualisé mais sans jamais être formalisé, aux mandats de syndication offerts par le Trésor aux banques est ainsi justifié par les hauts fonctionnaires du Trésor. Même si parfois, ces derniers considèrent cette opération comme « épouvantable » et « déplaisante » par rapport au « confort » de l'adjudication. En effet, au cours des syndications, des asymétries d'information s'installent entre l'État et la banque mandatée – la connaissance des clients, leurs réels désirs d'acquisition et le prix auquel ils souhaitent y souscrire n'est connu que par la banque médiatrice. En conséquence, le Trésor n'a que peu de marges de manœuvres sur le prix de ses titres et « le *pricing* se fait sous pression » :

« Beaucoup de choses militaient pour maintenir les adjudications : elles sont beaucoup plus transparentes... C'est beaucoup plus sain pour un émetteur public de procéder par enchères plutôt que de procéder par des intermédiaires que vous rémunérez pour placer auprès d'investisseurs. [...] Les syndicateurs faisaient à peu près ce qu'ils voulaient des ordres [les demandes de titres qu'ils reçoivent des investisseurs]. On était censés faire l'allocation nous-mêmes mais on le faisait avec l'information que nous livrait le syndicateur, je suis persuadé qu'il nous mentait sur les ordres finaux des clients, sur le nom des clients, sur les montants, ils racontaient ce qu'ils voulaient ... Je me suis rendu compte que je me faisais avoir. Ils déformaient la valeur. »

Ancien haut fonctionnaire à l'AFT.

De façon moins officielle, la syndication est donc un moyen de se réassurer la confiance des SVT en leur « graissant la patte »<sup>25</sup>. Dans son témoignage, un jeune agent, parfois amer face à ces opérations moins transparentes et rémunératrices pour l'État, considère tout de même que cette concession faite aux banques est un savoir-faire qui s'apprend avec l'expérience du métier : « Les chefs sont beaucoup plus mûrs que moi sur un coup comme ça mais pfff... »

Les syndications sont donc savamment dosées et souvent attribuées aux banques en fonction de leur classement dans la *league*

25/ « Il fallait maintenir l'intérêt des SVT pour le métier, donc c'était très très important de faire des syndications. » Entretien de l'auteur avec un Trésorier, 2009.

Dans son témoignage, un jeune agent, parfois amer face à ces opérations moins transparentes et rémunératrices pour l'État, considère tout de même que cette concession faite aux banques est un savoir-faire qui s'apprend avec l'expérience du métier.

table, même si le casting des mandats ne répond pas à une procédure automatisée ou formalisée. Les opérations sont distillées au cas par cas. En effet, il faut tenter de satisfaire l'ensemble des membres du club et veiller à éviter tout déséquilibre flagrant entre banques étrangères et banques françaises, au risque de vexer les dernières. Les banques proposent donc de nombreuses innovations à l'État : des émissions en devises étrangères, des durées plus longues sur ses titres d'emprunts, etc. Le Trésor trie entre ces propositions et attribue les mandats de syndications au coup par coup. Et les banques se battent pour obtenir ces mandats dotés de commissions de placement, les précieux *fees*. Les offres non compétitives ont ainsi été inventées par le Trésor en 1988 comme un moyen de maintenir l'*affectio etatis* des banques, selon les mots d'un ancien dirigeant, en aménageant un mince espace non compétitif au sein du dispositif de l'enchère qui met en concurrence les établissements<sup>26</sup>.

De même, la charte est toilettée et laisse une place plus importante aux critères qualitatifs dans le classement élaboré par le Trésor : mise en place d'une cellule recherche au sein des *desks*, prise en compte des résultats de sondage conduits auprès des investisseurs et clients finaux de la dette sur l'activité des SVT. Ces aménagements doivent compenser la suprématie des grandes maisons bancaires étrangères jouant d'importants volumes et bilans financiers et dominant le classement en termes de parts de marché.

## ■ Pertes immédiates et gains durables des banques

Cependant, les coûts immédiats engendrés par l'activité SVT ont leur propre rationalité. Le comportement de surenchère des banques à l'adjudication, et notamment leur recherche de la meilleure place dans le classement du Trésor, ne doivent pas être interprétés comme de l'altruisme. La plupart du temps, les pertes sont délibérément budgétées par la banque et servent des intérêts et objectifs précis. En effet, le statut de SVT confère aux établissements bancaires une image sur les marchés : elles apparaissent comme des banques globales, détenant en portefeuille l'ensemble des titres pouvant séduire un investisseur. Comparant une banque à un centre commercial, un

26/ « Une ONC indique la quantité désirée par un acheteur sans préciser le prix. Les ONC sont servies en priorité, au prix moyen pondéré des enchères gagnantes. Le Trésor [aux USA] annule certains de ses gains potentiels en accordant une partie de ses émissions sous forme d'ONC. Il résulterait de cette pratique, un traitement de faveur pour les investisseurs qui achèteraient les bons du Trésor à des prix inférieurs à ceux qu'ils seraient prêts à payer. Le Trésor pourrait réduire le coût de son financement s'il cessait d'accepter les ONC. De fait, si les anciens investisseurs qui soumettaient des offres non compétitives participent dorénavant aux enchères, ils vont avoir tendance à soumettre des prix relativement élevés par crainte de perdre. » Cité par R. Préget (2003).

banquier explique par exemple comment les emprunts d'État, pouvant être comparés au pain dans la grande distribution alimentaire, sont à la fois peu rentables mais absolument nécessaires à la consolidation du caractère global d'une maison bancaire : « Les bons gouvernementaux, c'est non seulement le produit de base de l'alimentation mais aussi le produit le plus sûr. » Les profits des banques interviennent donc dans un second temps, après avoir bénéficié de la vitrine et de l'image que leur donne l'appartenance au club prestigieux des SVT<sup>27</sup>. Les banquiers, membres du club avertis, font valoir que si la participation aux adjudications est coûteuse sur le marché primaire, il est possible de se « refaire » sur le marché secondaire en revendant ces titres à meilleur prix par la suite – la *trading* sur le marché secondaire étant de nature à rapporter de l'argent. D'autres banquiers expliquent qu'ils voient le Trésor comme une porte d'entrée plus large au sein du client État dans sa totalité, pour reprendre l'expression utilisée par un SVT :

« Il y a une autre façon de voir le business. C'est de dire que l'AFT, c'est une partie d'un truc plus gros qui s'appelle le ministère des Finances. Et d'un truc encore plus gros qui s'appelle l'État français. On a des gens au-dessus qui font des fusions-acquisitions, des privatisations, etc. L'État français détient des tas de trucs : Air France, Renault, des tas de boîtes dans le monde et il peut avoir besoin d'aller dans le marché. Nous, on se met là, on redistribue dans le marché et on a des commissions. On a fait une grosse opération avec EDF, l'année dernière. Et c'est pour ça d'ailleurs que la BNP, la Société générale et les banques françaises sont quand même naturellement plus présentes parce qu'elles vont avoir plus de chances d'obtenir des mandats de l'État français sur un certain nombre de dossiers : le *hedge*, les opérations de couverture des dépenses du ministère de la défense en fuel, les besoins de change du Quai d'Orsay... On se rend compte que le business, il y en a plein qui vient autour et qui n'est pas uniquement le financement du Trésor<sup>28</sup>. »

Dès lors, lorsque certains responsables au sein des banques songent parfois à mettre un terme à l'activité de SVT, la considérant comme trop coûteuse, l'affaire remonte immédiatement aux plus hautes sphères dirigeantes de la banque privée, qui considèrent toujours la question comme éminemment sensible politiquement et préfèrent maintenir ce département de la banque dans une stratégie gagnante à long terme.

27/ Ce cas n'est pas sans rappeler le cas des sondages politiques qui n'assurent pas l'essentiel des bénéfices aux entreprises de sondages et ne sont pas directement rentables mais procurent une visibilité médiatique aux instituts de sondages. Lehingue (2007).

28/ Entretien de l'auteur avec un responsable SVT, 2008.

## ■ La légitimité « boiteuse » d'une politique dédiée à la place financière de Paris

Le maintien du partenariat entre l'État et les « maisons » bancaires comme le jeu de la compétition entre banques, délibérément entretenu par le Trésor répond à une économie des relations très subtile : soit le maintien d'un équilibre fragile entre profits tirés de l'adjudication et incitations à collaborer savamment dosées à travers les mandats de syndication conférés aux banques les plus méritantes. C'est ce dosage qui constitue effectivement la politique administrative de la direction des Finances. Pour autant, la défense de la place financière n'est pas explicitement assumée en tant que cause légitime de politique publique. Les hauts fonctionnaires éprouvent ainsi un manque d'assentiment politique, et plus largement dans l'espace public, vis-à-vis de leur action administrative :

« Il y a toujours eu une ambiguïté dans la volonté politique. Certes, on veut avoir une place financière à Paris, parce que cela a des tas d'avantages techniques, du point de vue du Trésor. En revanche, d'un point de vue politique : veut-on avoir des opérateurs de marché bien payés, à Paris ? Il y a une certaine ambiguïté... » – « C'est-à-dire ? » – « Bah, la finance, je pense, cet univers des traders est perçu avec une certaine suspicion par certains politiques. Donc faut-il encourager, en France, ces activités dites spéculatives ?<sup>29</sup> »

Si la méfiance vis-à-vis des traders et des spéculateurs n'est pas une « opinion présente au Trésor », comme le confient les hauts fonctionnaires, les représentants de l'administration des Finances doivent composer avec cette ambiguïté. Ils expliquent ainsi comment, avec leurs ministres de tutelle, ils tentent d'« édulcorer le langage » en « trouvant un discours assez technique à destination des investisseurs ». Ainsi en est-il, par exemple, des difficultés de cette administration à promouvoir un régime fiscal favorable aux activités financières des opérateurs étrangers. De même, certains banquiers spécialistes en valeur du Trésor s'étonnent de la difficulté à faire reconnaître par les responsables politiques la grandeur, les qualités et le mérite des hauts fonctionnaires du Trésor à travers leur capacité historique à être à l'écoute des marchés financiers sur la longue durée. C'est ainsi que le service public de la dette, dans sa version moderne et en marché, est largement structuré par des transactions avec les banques commerciales peu avouables publiquement, ou dont l'intérêt spécifiquement étatique reste assez indirect aux yeux de certains hauts fonctionnaires eux-mêmes.

29/ Entretien avec un ancien haut fonctionnaire de l'AFT.

La gestion du réseau de valorisation des titres d'État nécessite un travail permanent de maintenance. Entre jeu à somme nulle et bénéfices parfois asymétriques en faveur de l'État, l'équilibrage du réseau de banques par le Trésor se fait en gérant les tensions que fait émerger la compétition, délibérément orchestrée par l'administration, entre banques et puissances financières. Donnant lieu parfois à des psychodrames et des plaintes des banquiers, pour reprendre les expressions d'un ancien spécialiste en valeur du Trésor, ce jeu de donnant-donnant inscrit dans les faits la relation contractuelle qui lie désormais l'État et le monde de la finance. Les stratégies de pérennisation de l'État émetteur se font exclusivement dans un dosage des engagements réciproques entre banques privées et administration du Trésor. Surtout, les stratégies d'augmentation de puissance de l'administration des Finances passent désormais exclusivement par l'alliance aux grandes forces financières privées et volumes traités sur les marchés de l'argent. Émettre à bas prix la dette signifie inextricablement développer les capacités de la place financière de Paris et faire venir sur le marché national les grands joueurs de la finance internationale.

Le dispositif de mise en réseau et en compétition des banques est un des canaux par lesquels cheminent les contradictions et les ambivalences de l'action de l'État ainsi que l'interpénétration des intérêts entre finances publiques et finance privée, y compris spéculative.

Le dispositif de mise en réseau et en compétition des banques est un des canaux par lesquels cheminent les contradictions et les ambivalences de l'action de l'État ainsi que l'interpénétration des intérêts entre finances publiques et finance privée, y compris spéculative – puisque la circulation des titres de dette publique constitue le pain quotidien et l'instrument de couverture des opérations à haut risque, mais garantit la présence sur le territoire de grands flux porteurs de liquidité. Une telle organisation stable du marché de la dette est censée garantir la continuité et la qualité de la signature financière de la République française. Le partenariat entre banques privées et État peut être analysé comme la mise en régime de « transactions collusives » (Dobry, 1986), un système de donnant-donnant officieux et à la légitimité boiteuse qui enserme les stratégies de puissance des différents acteurs, qu'ils soient publics – l'État, l'administration du Trésor – et privés – les banques commerciales, nationales et internationales, et les investisseurs financiers – dans le cadre stable d'un arrangement de marché pour la dette publique. La mise en marché de la dette est moins tenue par un soutien diffus, par des croyances verticales des citoyens en l'efficacité du marché, que par un réseau de légitimation horizontale structuré par des élites bancaires et étatiques de plus en plus homogènes. Le système de financement de l'État et la technologie de mise en réseau et en concurrence des banques partenaires, actent de l'évolution des modes d'existence de la souveraineté en matière de finances publiques qui ont

conduit l'État à formuler ses stratégies non pas contre, ou encore en position de supériorité hiérarchique, mais plutôt aux cotés de la finance privée et spéculative.

L'enchâssement de la puissance publique et de la puissance bancaire privée tient avant tout à des rationalités spécifiques, structurées par un jeu subtil fait de concessions locales et réciproques, toujours déployées au nom de l'intérêt général, de l'intérêt de la place financière de Paris ou de l'État. Et ce quand bien même l'utilité publique de ces transactions n'apparaît pas immédiatement aux acteurs extérieurs à la relation commerciale nouée autour de la dette, qu'ils soient parlementaires ou simplement citoyens, et parfois même se dérobe aussi aux yeux des acteurs directement embarqués dans ces transactions.

Benjamin Lemoine

Chargé de recherche au CNRS

IRISSO (UMR 7170) – Institut de recherche interdisciplinaire en sciences sociales – Université Paris Dauphine benjamin.lemoine@dauphine.fr

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- CALLON M., MÉADEL C., RABEHARISOA V., 2000 « L'économie des qualités », *Politix*, vol. 13, n° 52, p. 211-239.
- CARRUTHERS B., 1999 « The Social Structure of Liquidity. Flexibility, Markets and States », *Theory and Society*, n° 28, p. 353-382.
- CERNY P. G., 1989 « The Little Big Bang in Paris. Financial Market Deregulation in a Dirigist System », *European Journal of Political Research*, vol. 17, n° 2, mars.
- DOBRY M., 1986 *Sociologie des crises politiques*, Paris : Presses de la fondation nationale des sciences politiques.
- DOBRY M., 2002 « Valeurs, croyances et transactions collusives. Notes pour une réorientation de l'analyse de la légitimation des systèmes démocratiques », in : J. Santiso (dir.), *À la recherche de la démocratie. Mélanges offerts à Guy Hermet*, Paris : Karthala, p. 103-120.
- DUCROS J.-C., 2008 *L'Emprunt de l'État*, Paris : L'Harmattan.
- GAILLAD N., 2010 *Les Agences de notation*, Paris : La Découverte.
- GAYON V., LEMOINE B., 2010 « Argent Public », *Genèses*, n° 80.
- GODECHOT O., 2005 *Les Traders, essai de sociologie des marchés financiers*, Paris : La Découverte.
- HABERER J.-Y., 1976 *Le Trésor et la politique financière*, cours aux élèves de l'IEP Paris, 1975-1976.
- HIBOU B., 2012 *La Bureaucratie à l'ère néolibérale*, Paris : La Découverte.

- McKINNON R. I., 1973 *Money and Capital in Economic Development*, Washington (D.C.) : Brookings Institution.
- PONS J.-F., 1990 « Émission et gestion de la dette de l'État : traditions et innovations », in : Robert Hertzog (dir.), *La Dette publique en France*, Paris : Economica.
- LAGNEAU-YMONET P., RIVA A., 2010 « La privatisation paradoxale d'un étrange bien public : la bourse de Paris dans les années 1980 », *Genèses*, n° 80.
- LEBARON F., 2011 « La formation des économistes et l'ordre symbolique marchand », in : P. Steiner et F. Vatin, *Traité de sociologie économique*, Paris : PUF.
- LEHINGUE P., 2007 *Subunda, coup de sonde dans l'océan des sondages*, Bellecombe-en-Bauges : Éditions du Croquant, collection Savoir/Agir.
- LEMOINE B., 2011 *Les Valeurs de la dette. L'État à l'épreuve de la dette publique française*, thèse de doctorat en socio économie de l'Innovation soutenue à l'École des Mines de Paris, le 21 décembre.
- LEMOINE B., 2013 « Dette publique, débat confisqué », [www.laviedesidees.fr](http://www.laviedesidees.fr), février.
- LINHARDT D., 2012 « Épreuves d'État. Une variation sur la définition Webérienne de l'État », *Quaderni*, n° 78, printemps.
- LORDON F., 2008 *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris : Presses de Sciences Po.
- PRÉGET R., 2003 « Les offres non compétitives dans les enchères du Trésor », *Annales d'économie et de statistique*, n° 70.
- REINHART C. M., 2012 « Le retour de la répression financière ». Dans dossier sur la « dette publique, politique monétaire et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 16, avril.
- THÉRET B., 2011 « Du keynésianisme au libertarianisme. La place de la monnaie dans les transformations du savoir économique autorisé », *Revue de la régulation*, n° 10, 2<sup>nd</sup> semestre, automne.
- THESMAR D., 2008 « Retour sur la déréglementation financière », *Regards croisés sur l'économie*, vol. 1, n° 3, p. 67-74.