



# Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

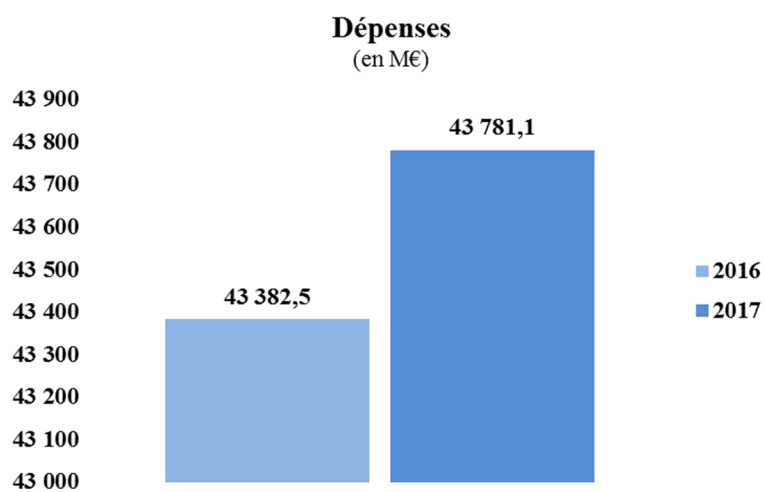
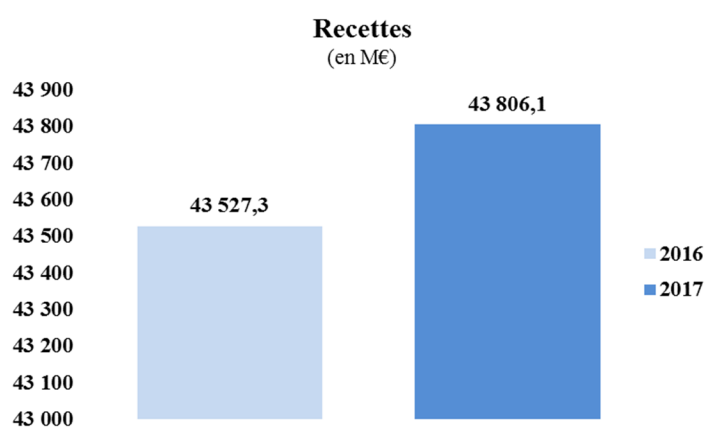
---

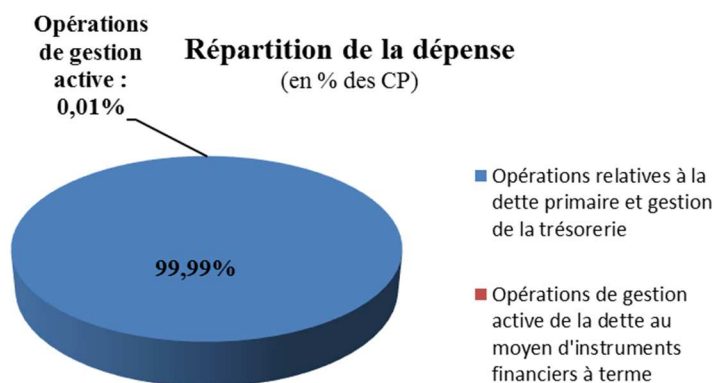
Note d'analyse de l'exécution  
budgétaire

2017

## Synthèse

### Les principales données du compte





### Les principales observations

En 2017, le besoin de financement de l'État s'est établi à 183,1 Md€ en recul de 11,0 Md€ par rapport à 2016. Il est toutefois resté élevé au regard de son niveau d'avant la crise financière (109,1 Md€ en moyenne entre 2001 et 2007). Il provient pour deux tiers du besoin de refinancer les titres arrivant à échéance en 2017 et pour un tiers du besoin de financer le déficit courant. Ayant emprunté 185,0 Md€ à moyen et long terme, la France est restée, en 2017, le deuxième émetteur de la zone euro après l'Italie.

La charge de la dette et de la trésorerie (avant opérations de swaps) a atteint 41,7 Md€, un niveau proche de celui de l'année 2016 (41,4 Md€). Le maintien de taux d'intérêt bas a en effet permis de contenir la hausse des charges sur les obligations indexées entraînée par l'augmentation, modérée, de l'inflation. Alors que la charge d'intérêts inscrite en LFI avait été fortement sous-exécutée chaque année depuis 2012, l'exécution s'est établie à un niveau proche de celui prévu en LFI (41,5 Md€).

Le solde des opérations de trésorerie est resté déficitaire à un niveau très proche de celui de 2016 (- 1 047 M€ après - 1036 M€). Les taux proposés sur le marché monétaire étant généralement plus négatifs que le taux servi par la Banque de France (- 0,4 %), la trésorerie a été très largement maintenue sur ce compte. La rémunération des dotations non consommables des investissements d'avenir a continué à peser de manière significative sur le solde des opérations de trésorerie (752 M€).

La dette négociable de l'État a atteint, à la fin de l'année 2017, le niveau de 1 686,1 Md€ en hausse (+ 65,5 Md€) d'un niveau proche de celui du déficit courant (67,7 Md€).

Malgré des tensions, temporaires, sur les taux durant le premier trimestre dues à l'incertitude quant au résultat de l'élection présidentielle, le programme d'émission s'est réalisé à des taux encore très faibles.

En 2017, l'AFT a émis pour la première fois 10 Md€ d'« obligations vertes », associées à des dépenses favorables à l'environnement. Le recensement des actions financées ainsi que leur impact environnemental feront l'objet de rapports qui seront publiés en 2018.

La remontée des taux amorcée au début de l'année 2018 signale l'anticipation par les marchés d'un retrait progressif par les banques centrales de leur soutien aux économies, en lien avec de meilleures perspectives de croissance et la remontée de l'inflation. Cette hausse attendue accroîtra les charges d'intérêts, un point supplémentaire se traduisant par des dépenses supérieures de 2,1 Md€ la première année, 4,8 Md€ la deuxième année et 7,2 Md€ la troisième année.

La prévision de la charge d'intérêts de 2018 repose sur des hypothèses prudentes de remontée des taux d'intérêt nominaux. À l'inverse, le risque existe que l'inflation, et donc la charge pesant sur les obligations indexées, soit supérieure à la prévision retenue en LFI.

## **Les recommandations de la Cour**

### **Le suivi des recommandations formulées au titre de la gestion 2016**

---

Au titre de la gestion 2016, la Cour a formulé la seule recommandation suivante : réexaminer régulièrement la rémunération des dépôts de l'IEOM au vu des conditions de marché et des conditions dont bénéficient les autres correspondants du Trésor.

Le suivi de la mise en œuvre de cette recommandation est examiné dans cette NEB.

### **Les recommandations formulées au titre de la gestion 2017**

---

- *recommandation n° 1* : aligner les conditions de rémunération des dépôts de l'IEOM sur les conditions de marché ;

- *recommandation n° 2* : dans la ligne « déficit à financer » du tableau de financement faire apparaître la seule part du déficit budgétaire qui doit être financée et fournir les éléments d'explication appropriés.

## Sommaire

<b>Introduction</b> .....	<b>7</b>
<b>1 LES RÉSULTATS DE L'EXERCICE</b> .....	<b>9</b>
1.1 Un besoin de financement toujours très supérieur à ses niveaux d'avant-crise .....	9
1.2 Malgré un regain de tension au premier trimestre, l'environnement de marché est resté favorable .....	12
1.3 La dette progresse toujours .....	18
1.4 Contrairement aux exercices passés, l'exécution 2017 a été proche de la prévision de la LFI .....	22
1.5 La soutenabilité à court et moyen terme.....	25
1.6 Les premières « obligations vertes » ont été émises en 2017	29
1.7 L'AFT a réalisé les premières émissions pour le compte de la CADES.....	33
<b>2 LES GRANDES COMPOSANTES DES DÉPENSES ET DES RECETTES</b> .....	<b>35</b>
2.1 Opérations relatives à la dette .....	35
2.2 Opérations relatives à la trésorerie .....	37
2.3 Opérations de gestion active de la dette (swaps).....	43
<b>3 LA CONFORMITE AUX PRINCIPES ET REGLES DU DROIT BUDGETAIRE</b> .....	<b>45</b>
<b>4 LES RECOMMANDATIONS DE LA COUR</b> .....	<b>46</b>
4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2016...	46
4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2017 .....	46

## Introduction

En application de l'article 22-II de la LOLF, le compte de commerce 903 - *Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État* retrace les opérations budgétaires relatives à la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État. Il est divisé en deux sections :

- la section 1 retrace les opérations relatives à la dette et à la gestion de la trésorerie ;
- la section 2 retrace les opérations de gestion active de la dette au moyen d'instruments financiers à terme.

La section 1 est équilibrée par des versements de crédits du budget général (programme 117 - *Charge de la dette et trésorerie de l'État* de la mission Engagements financiers de l'État). Est ainsi inscrite au budget général la charge de la dette et de la trésorerie avant opérations de gestion active (*swaps*). Conformément à l'article 113 de la loi de finances rectificative pour 2004 du 30 décembre 2004, la section 1 fait l'objet d'une autorisation de découvert évaluative. Cette autorisation a été maintenue à 17,5 Md€ dans la loi de finances initiale pour 2017 (LFI), comme les années précédentes. En cas de dépassement de l'autorisation de découvert, le ministre chargé des finances informe sans délai les commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat du montant et des circonstances de ce dépassement.

Ne bénéficiant pas d'un abondement du budget général, la section 2 fait l'objet d'une autorisation de découvert limitative dont le montant a été fixé, comme les années passées, à 1,7 Md€ en 2017. La section 2 est néanmoins, comme les années précédentes, en excédent, les opérations de *swaps* gérées en extinction continuant à produire des recettes nettes.

La structure des recettes et dépenses inscrites à la section 1 correspond aux deux actions du programme 117 : dette et trésorerie de l'État.

En dépenses figurent les intérêts des emprunts d'État (BTF, BTAN et OAT à taux fixe ou indexé) ainsi que la charge d'indexation des OAT/BTAN indexés sur l'inflation française ou européenne. La charge de la dette comprend également les frais et commissions directement liés à la gestion de la dette négociable, les intérêts des dettes reprises par l'État, ainsi que les charges relatives aux opérations de couverture qui leur sont rattachées.

Les recettes liées à la gestion de la dette proviennent des coupons courus sur OAT. Elles comprennent également les intérêts reçus sur les instruments de micro-couverture des dettes reprises par l'État ainsi que les gains liés à l'émission de BTF à taux d'intérêt négatif, significatifs depuis 2015.

Les dépenses liées à la trésorerie comprennent la rémunération des dépôts de certains correspondants du Trésor, la charge d'intérêts des opérations sur le marché interbancaire et la rémunération du compte du Trésor à la Banque de France lorsque le taux de la facilité marginale de dépôt de la BCE est négatif comme cela est le cas depuis mars 2016. Elles incluent également, depuis 2010, la rémunération des fonds non consommables destinés au financement des investissements d'avenir.

Les recettes sont constituées des produits liés aux opérations sur le marché interbancaire ainsi qu'éventuellement de la rémunération du solde du compte du Trésor à la Banque de France.

Sur la section 2 du compte de commerce 903 sont imputés les produits et charges des opérations d'échange de taux d'intérêt mises en place dans le cadre du programme de réduction de la durée de vie moyenne de la dette lancé en 2001 et suspendu en 2002.

Au total, le compte de commerce est, en fin d'année, excédentaire de 25 M€, ce montant correspondant aux produits nets (recettes moins dépenses) générés par les opérations de gestion active de la dette, retracées dans la deuxième section du compte de commerce. Ce résultat est conforme à l'évaluation du solde prévu en LFI pour 2017.

**Tableau n° 1 : Données de cadrage du compte de commerce (M€)**

	<b>Exécution 2016</b>	<b>LFI 2017</b>	<b>Exécution 2017</b>
<i>Recettes</i>	43 527,3	43 067,0	43 806,1
<i>Dépenses</i>	43 882,5	43 042,0	43 781,1
<i>Solde</i>	144,8	25,0	25,0

Source : LFI pour 2017 et AFT

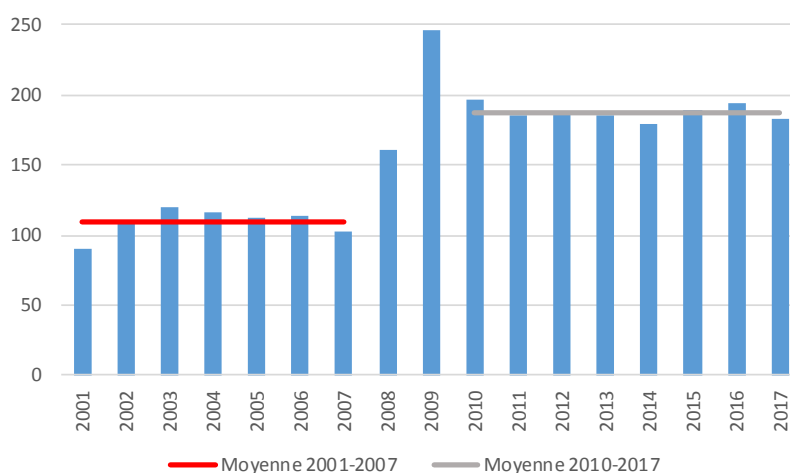


# 1 LES RÉSULTATS DE L'EXERCICE

## 1.1 Un besoin de financement toujours très supérieur à ses niveaux d'avant-crise

En 2017, le besoin de financement de l'État est resté à un niveau élevé (183,1 Md€) bien qu'en léger recul par rapport à 2015 (189,1 Md€) et 2016 (194,1 Md€). Il est quasi stable depuis 2010 (187,5 Md€ en moyenne sur la période) à un niveau très supérieur à celui observé avant la crise de 2008 (109,1 Md€ entre 2001 et 2007).

Graphique n° 1 : Besoin de financement de l'État (en Md€)



Source : Agence France Trésor

*Nota bene : la présentation du tableau de financement a été modifiée en 2014. La série au nouveau format a été reconstituée à partir de 2006 si bien qu'il existe une rupture de série faible, en 2006.*

Un peu moins des deux tiers de ce besoin de financement émane des remboursements de titres arrivant à échéance en 2017 (115,2 Md€), le tiers restant étant principalement constitué du déficit courant (67,7 Md€).

**Tableau n° 2 : Tableau de financement de l'État**

	<b>Exécution 2015</b>	<b>Exécution 2016</b>	<b>LFI 2017</b>	<b>Exécution 2017</b>
<b>Besoin de financement (Md€)</b>				
<i>Amortissement de la dette à moyen et long terme</i>	116,4	124,9	115,2	115,2
<i>Déficit à financer</i>	70,5	69,1	69,3	67,7
<i>Autres besoins de trésorerie</i>	2,1	0,1	0,9	0,2
<b>Total</b>	<b>189,1</b>	<b>194,1</b>	<b>185,4</b>	<b>183,1</b>
<b>Ressources de financement (Md€)</b>				
<i>Émissions de dette à moyen et long terme nettes des rachats</i>	187,0	187,0	185,0	185,0
<i>Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme</i>	-22,6	-18,7	0,0	-7,5
<i>Variation des dépôts des correspondants</i>	6,7	1,6	-5,1	4,7
<i>Variation des disponibilités (1)</i>	-5,2	4,6	1,0	-9,2
<i>Primes et décotes</i>	21,7	20,0	4,0	9,6
<i>Autres ressources de trésorerie</i>	1,5	-0,3	0,5	0,4
<b>Total</b>	<b>189,1</b>	<b>194,1</b>	<b>185,4</b>	<b>183,1</b>

Source : Agence France Trésor

Nota bene : (1) un signe négatif traduit une hausse de la trésorerie de l'État.

La présentation du tableau de financement, voté en loi de finances et en loi de règlement, gagnerait à être aménagée. La ligne « déficit à financer » exclut, en 2010 et 2014, les inscriptions budgétaires des PIA 1 et PIA 2 qui, bien que pesant sur le déficit budgétaire de chacune de ces

deux années, ne se traduisaient pas par des décaissements durant l'année. Ce retraitement était bien justifié par le fait que le tableau de financement retrace les besoins en trésorerie émanant du déficit budgétaire. Mais, sans cohérence avec ce choix, les autres opérations budgétaires sans impact en trésorerie (très majoritairement l'indexation du capital des titres indexés), qui ont atteint 2,3 Md€ en 2017, apparaissent dans la ligne « Autres besoins de trésorerie ». Depuis 2015, la ligne déficit à financer recouvre de fait le déficit budgétaire et son intitulé est trompeur.

Il serait souhaitable d'inscrire dans la ligne « Déficit à financer » le montant effectif du déficit ayant un impact en trésorerie et d'expliquer les raisons de l'écart avec le déficit budgétaire.

Ce besoin de financement a été quasi exclusivement financé par émission de dette à moyen et long terme (185,0 Md€ nets des rachats de dette). En 2017, 28,1 Md€ de dette arrivant à échéance en 2018 et 2019 ont été remboursés si bien que les émissions brutes ont atteint 213,1 Md€.

Bien qu'en repli par rapport à 2015 et 2016, années où elles avaient atteint environ 20 Md€, les primes à l'émission se sont établies à un niveau toujours significatif (9,6 Md€) en raison de la persistance de taux faibles. Ces ressources ont permis de limiter l'endettement à court terme, l'encours de BTF reculant de 7,5 Md€.

La hausse du niveau de trésorerie de l'État (+ 9,2 Md€) s'est traduite, toutes choses égales par ailleurs, par une majoration des émissions ; tandis qu'à l'inverse la croissance des dépôts des correspondants (4,8 Md€) a permis de les limiter.

Cette dernière variation résulte d'une hausse des dépôts du secteur public local (4,1 Md€) et des établissements publics nationaux (1,9 Md€), partiellement compensée par la fermeture du compte Coface (- 3,7 Md€). L'encours des banques centrales africaines a également fortement progressé (+ 3,1 Md€), la hausse des prix du pétrole (le baril de Brent étant passé de 56,8 \$ à la fin de l'année 2016 à 66,6 \$ à la fin de l'année 2017) ayant entraîné un accroissement des réserves de change des pays producteurs de la zone franc.

**Tableau n° 3 : Encours et variation des dépôts des correspondants du Trésor (Md€)**

	Encours fin 2016	Variation	Encours fin 2017
<i>Collectivités et établissements publics locaux</i>	53,0	4,2	57,2
<i>Dont</i>			
<i>Régions</i>	1,9	0,4	2,3
<i>Départements</i>	5,2	1,1	6,3
<i>Communes</i>	23,2	1,2	24,4
<i>Autres</i>	22,7	1,5	24,2
<i>Hôpitaux</i>	5,0	0,1	5,1
<i>Établissements publics nationaux</i>	18,1	1,9	20,0
<i>Banques centrales africaines</i>	6,0	3,1	9,1
<i>Union européenne</i>	3,8	0,0	3,8
<i>Autres</i>	16,4	-4,5	11,9
<b>Total</b>	<b>102,3</b>	<b>4,7</b>	<b>107,1</b>

Source : Agence France Trésor

En exécution, le besoin de financement a été plus faible de 2,3 Md€ qu'en LFI (183,1 Md€ contre 185,4 Md€). Cet écart s'explique essentiellement par un déficit à financer plus réduit que prévu (1,5 Md€).

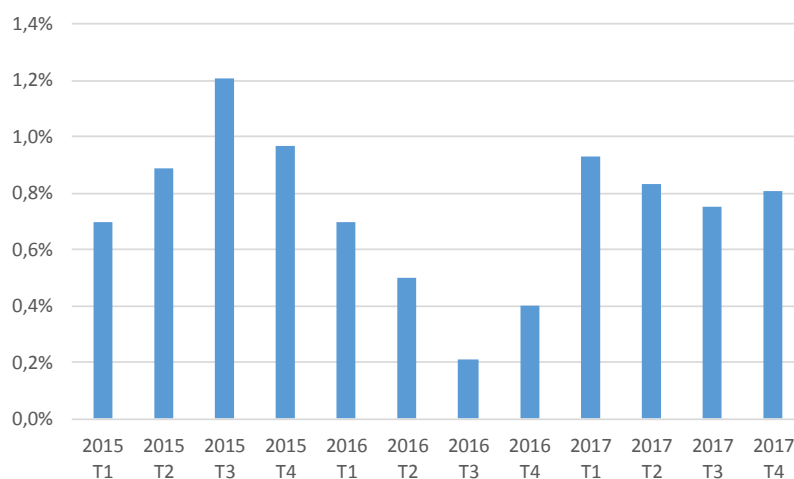
En raison de ce fort besoin de financement, la France est restée, en 2017, le deuxième émetteur (185 Md€) en zone euro, dont elle a réalisé 21,6 % des émissions, loin après l'Italie (260 Md€) mais devant l'Allemagne (160 Md€) et l'Espagne (130 Md€).

## **1.2 Malgré un regain de tension au premier trimestre, l'environnement de marché est resté favorable**

En dépit de la réduction de son programme d'achats d'actifs passé de 80 Md€ à 60 Md€ en avril 2017, la politique monétaire de la BCE est restée accommodante en 2017. Toutefois, des incertitudes quant aux résultats de l'élection présidentielle française ont conduit à un regain de tension sur la dette française au premier trimestre. Le taux à l'émission de

l'OAT à 10 ans a ainsi augmenté de près de 50 points de base en février par rapport à son niveau de début d'année.

**Graphique n° 2 : Taux moyen à l'émission des OAT à dix ans**



Source : Agence France Trésor

Ces tensions se sont traduites par un accroissement du différentiel (*spread*) avec le taux allemand de près de 50 points de base.

**Graphique n° 3 : Écart de taux (*spread*) à dix ans avec l'Allemagne (en %)**



Source : BCE

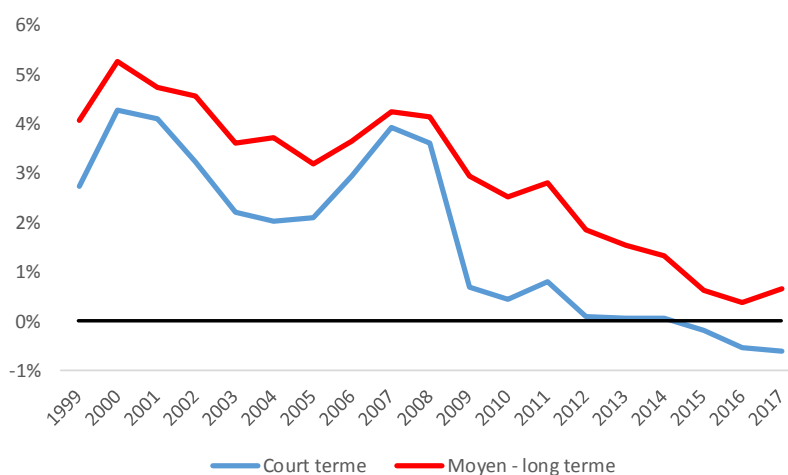
La dissipation des incertitudes politiques après l'élection présidentielle a ensuite conduit à une détente ramenant le *spread* à un niveau proche de celui de 2015 et 2016 à un peu moins de 40 points de base.

Sur l'ensemble de l'année, les conditions financières sont restées favorables bien que moins avantageuses qu'en 2016 pour les émissions à moyen et long terme (0,65 % contre 0,37 %). Aux incertitudes temporaires quant aux résultats de l'élection présidentielle française au premier trimestre s'est ajouté un mouvement de fond de hausse des taux obligataires en zone euro, lié à de meilleures perspectives de croissance et d'inflation et à l'anticipation d'un resserrement à venir de la politique monétaire qui en a résulté.

À l'inverse, les taux courts ont continué de baisser pour atteindre un niveau inédit (- 0,62 % après - 0,53 %). Les déterminants de l'évolution du taux des BTF sont en effet très différents de ceux des taux longs. Selon l'AFT, les incertitudes sur les résultats de l'élection présidentielle au début 2017 auraient ainsi, en début d'année, poussé des fonds spéculatifs à acheter des BTF pour les utiliser comme collatéral auprès d'un établissement financier pour financer des ventes à découvert d'OAT. En

fin d'année, le recul de l'encours des BTF, passé de 133,9 Md€ fin 2016 à 126,5 Md€ fin 2017, a raréfié l'offre de cet instrument de trésorerie dans un contexte de forte demande des banques et des gestionnaires d'actifs et conduit les investisseurs à proposer des taux plus bas pour les acquérir.

**Graphique n° 4 : Taux moyen à l'émission**

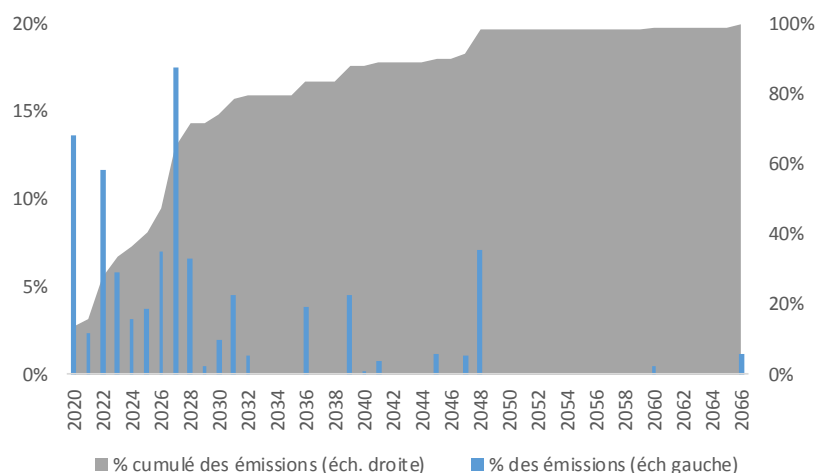


Source : Agence France Trésor

Dans cet environnement de marché favorable, l'AFT a sécurisé son programme de financement en procédant à la plus grande partie (58,1 %) des émissions au cours du premier semestre.

Si la maturité de près des deux tiers des titres à moyen et long terme émis en 2017 est inférieure à dix ans, près de 10 % des titres arriveront à échéance après trente ans (2047) pour une maturité moyenne à l'émission d'un peu plus de onze ans.

**Graphique n° 5 : Répartition par année d'échéance des émissions de dette à moyen et long terme de 2017**



Source : Cour des comptes

Lecture : 17,5 % de la dette à moyen et long terme émise en 2017 arrivera à échéance en 2027 date à laquelle 64,9 % des titres émis auront été amortis.

Pour répondre à la demande des investisseurs et assurer une bonne liquidité des titres sur le marché, l'AFT a émis de nouveau un montant significatif (32,8 Md€ soit 17,0 % des émissions<sup>1</sup>) de titres sur des souches anciennes. Malgré la remontée des taux en 2017, les souches anciennes portent encore souvent un coupon supérieur au taux de marché. Leur valeur est supérieure, lorsqu'elles sont réabondées, à leur valeur nominale : les investisseurs doivent alors verser sous forme de prime à l'émission cette différence de valeur.

Des primes peuvent également être versées lors d'émissions sur des souches de référence lorsque les taux ont baissé depuis la première émission sur la souche.

À défaut de coupon négatif, des primes sont également encaissées lors d'émissions à taux négatif.

En 2017, l'AFT a encaissé 10,5 Md€ de primes, nettes de décotes, à l'émission. Ces encaissements de primes ont toutefois reculé par rapport à 2015 (22,7 Md€) et 2016 (20,8 Md€), années où elles étaient particulièrement élevées. Ils ont permis de réduire les émissions à court terme (l'encours des BTF a reculé de 7,5 Md€ en 2017) et, par là même, de

<sup>1</sup> Hors titres indexés sur l'inflation.



freiner la progression de la dette au sens de Maastricht à hauteur de 0,5 point de PIB.

**Tableau n° 4 : Primes nettes des décotes à l'émission (Md€)**

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
8,2	2,5	9,2	6,0	7,4	22,7	20,8	10,5

Source : Agence France Trésor

**Tableau n° 5 : Décomposition des primes et décotes (Md€)**

	Souches de référence	Souches anciennes	Titres indexés	Primes nettes des décotes
2015	3,3	16,6	2,8	22,7
2016	6,0	12,0	2,8	20,8
2017	1,2	6,9	2,5	10,5

Source : Agence France Trésor

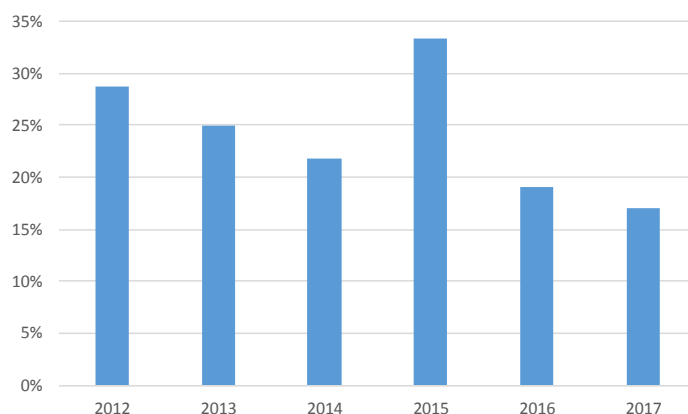
La baisse des primes nettes des décotes reçues découle, à part quasiment égales, du repli des primes et décotes à l'émission sur souches de référence et de celui sur souches anciennes. Le premier (- 4,8 Md€) provient quasi exclusivement de la baisse de l'écart entre les taux de coupon moyens et les taux moyens à l'émission passés de 0,30 % à 0,09 % entre 2016 et 2017. Le second (- 5,1 Md€) résulte surtout de la diminution de l'écart entre les taux de coupon moyens et les taux moyens à l'émission passés de 2,97 % à 2,16 % mais également de la baisse des montants émis (- 11 %). La part des émissions sur souches anciennes (17 %) n'a, en effet, jamais été aussi faible depuis 2012.

**Tableau n° 6 : Caractéristiques des émissions en 2016 et 2017**

	Titres de référence		Souches anciennes		Titres indexés	
	Volume émis (Md€)	Écart de taux	Volume émis (Md€)	Écart de taux	Volume émis (Md€)	Écart de taux
2016	156,8	0,30%	37,0	2,97%	20,5	1,10%
2017	160,4	0,09%	32,8	2,16%	20,0	1,24%

Source : Agence France Trésor

*Nota bene* : les colonnes « écarts de taux » présentent la différence entre les taux de coupons moyens et les taux moyens à l'émission.

**Graphique n° 6 : Part des titres émis sur des souches anciennes**

Source : Agence France Trésor

Ces primes devraient à nouveau baisser dans les années à venir, avec le remplacement progressif des souches anciennes par des souches émises à des taux plus bas. Elles pourraient même à moyen terme laisser la place à des décotes nettes si le mouvement de hausse des taux à long terme entamé en 2016 se poursuit.

### 1.3 La dette progresse toujours

L'existence, en 2017, d'un déficit budgétaire à financer élevé (67,7 Md€) a conduit à un accroissement (+ 65,5 Md€) de la dette de l'État qui a atteint 1686,1 Md€ à la fin de l'année.

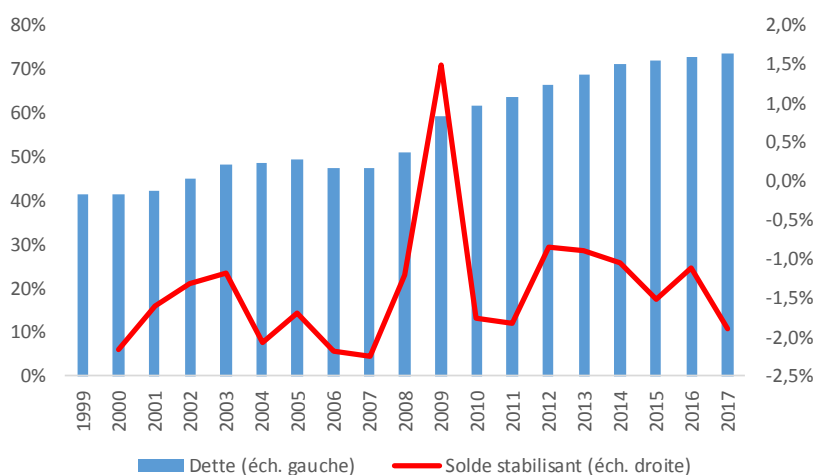
**Tableau n° 7 : Encours de dette de l'État (Md€)**

	2015	2016	2017
<i>Encours de dette</i>	1576,4	1620,6	1686,1
<i>Titres à moyen/long terme</i>	1423,7	1486,7	1559,6
<i>dont titres indexés</i>	190,4	199,5	201,7
<i>Titres à court terme</i>	152,7	133,9	126,5
<i>Part des titres indexés</i>	12,1%	12,3%	12,0%
<i>Part des titres à moyen/long terme</i>	90,3%	91,7%	92,5%

Source : Agence France Trésor

Le solde budgétaire de 2017 a dépassé d'un point de PIB le solde qui aurait permis de stabiliser la dette (- 3,0 % contre -2,0 %) et le poids de la dette de l'État dans le PIB s'est accru de 0,9 point pour atteindre 73,6 % à la fin de l'année 2017.

**Graphique n° 7 : Dette et solde budgétaire stabilisant (en % du PIB)**



Source : Agence France Trésor

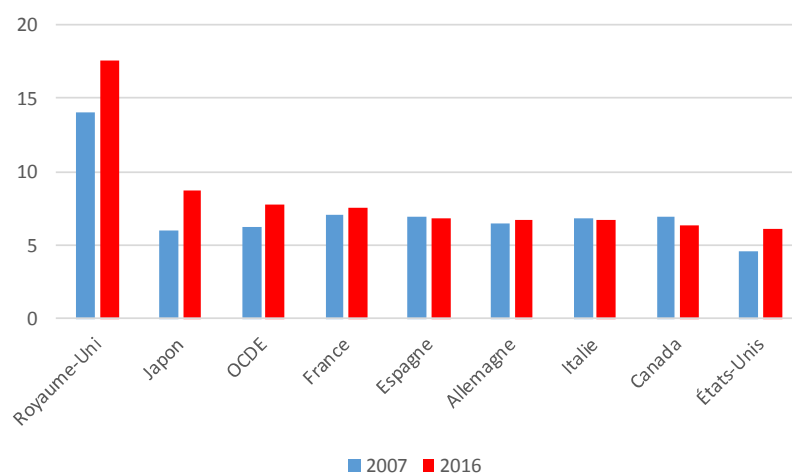
La dette de l'État reste très majoritairement (92,5 %) constituée de titres à moyen et long terme. L'État n'émettant plus de bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN) depuis 2013 et ayant remboursé en juillet 2017 le dernier titre, la dette négociable à moyen et long terme n'est constituée au 31 décembre 2017 que d'OAT.

Sa durée de vie moyenne a augmenté régulièrement durant les dernières années pour atteindre 7,8 ans à la fin de l'année 2017 sous l'effet de la progression de la part de la dette à moyen et long terme dans la dette totale et de l'augmentation de la maturité moyenne à l'émission de ces titres à moyen et long terme (11,8 ans en 2017, après 11,5 ans en 2016).

La maturité de la dette française (7,5 années en 2016) est proche de celle de la moyenne des pays de l'OCDE (7,8 années). Elle a progressé durant les dix dernières années en France (0,4 année supplémentaire) mais moins que dans les pays de l'OCDE (1,5 année supplémentaire) en raison du développement d'émissions de titres très longs (au-delà de 30 ans) à une période marquée par de très forts besoins de financement. Les émissions de titres de plus de 30 ans dans les pays de l'OCDE ont ainsi triplé entre

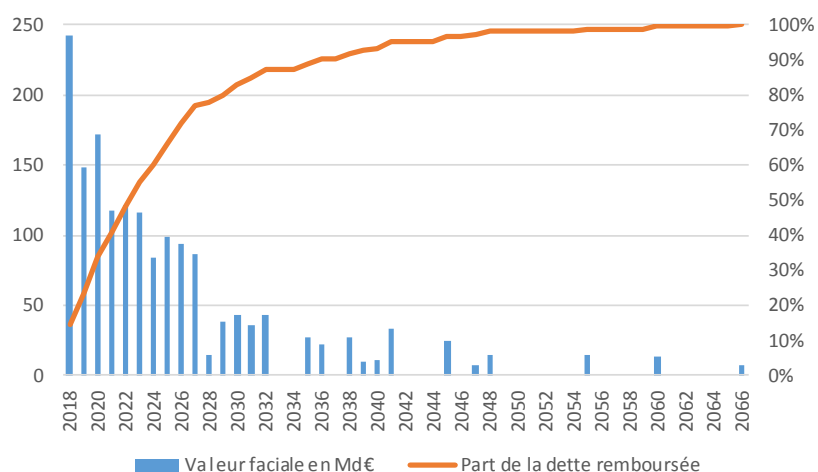
2006 et 2016, le Mexique, la Belgique et l'Irlande ayant émis durant ces dernières années des titres à échéance de 100 ans.

**Graphique n° 8 : Durée de vie moyenne de la dette des États dans l'OCDE (en années)**



Source : OCDE, *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2017*, OECD Publishing, Paris. [http://dx.doi.org/10.1787/sov\\_b\\_outlk-2017-en](http://dx.doi.org/10.1787/sov_b_outlk-2017-en)

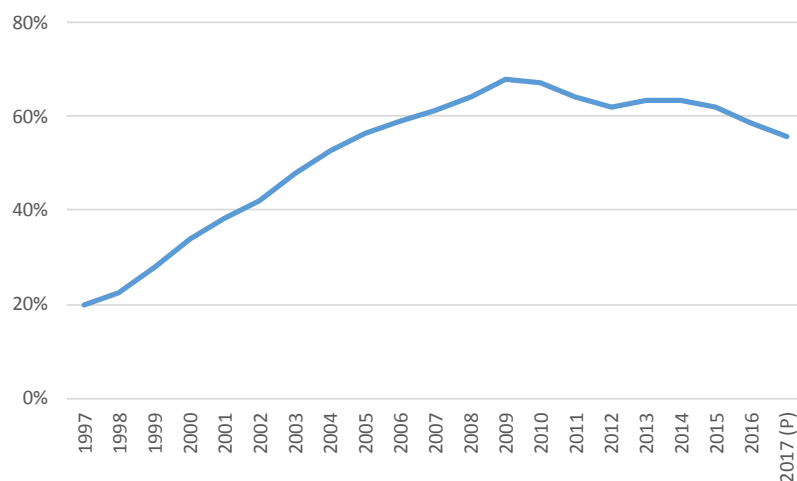
Si le dernier titre de dette actuellement sur le marché doit être remboursé en 2066, une partie importante de la dette arrivera à échéance dans les toutes prochaines années. D'ici 2019, près d'un quart (23,5 %) de la dette devra être remboursée tandis que plus des trois quarts (76,8 %) arrivera à échéance durant les dix prochaines années.

**Graphique n° 9 : Dette arrivée à l'échéance par année**

Source : Agence France Trésor

*Nota bene : les encours sont en valeur faciale et excluent l'indexation du capital payée à l'échéance pour les obligations indexées.*

La dette de l'État est détenue majoritairement (55,5 %) par des non-résidents. Si cette part a beaucoup progressé au début des années 2000 pour atteindre un plus haut niveau historique en 2009 (67,8 %), la crise de la zone euro a conduit à un regain d'intérêt des investisseurs domestiques. Les achats massifs de titres d'État à partir de 2015 décidés par la BCE dans son programme d'assouplissement quantitatif et qui ont été mis en œuvre par la Banque de France ont également conduit à majorer la part de la dette de l'État détenue par des résidents.

**Graphique n° 10 : Part de la dette détenue par les non-résidents**

Source : Agence France Trésor

La fin progressive de ce programme devrait mettre fin à cet effet temporaire et conduire à un accroissement de la part de la dette détenue par les non-résidents.

#### **1.4 Contrairement aux exercices passés, l'exécution 2017 a été proche de la prévision de la LFI**

En 2017, l'exécution (41,7 Md€) s'est peu éloignée du montant inscrit en LFI (41,5 Md€).

**Tableau n° 8 : Prévision et exécution de la charge totale de la dette et de la trésorerie (avant swaps)**

En Md€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
LFI	48,8	46,9	46,7	44,3	44,5	41,5
Exécution	46,3	44,9	43,2	42,1	41,4	41,7
Écart	-2,5	-2,0	-3,5	-2,2	-3,1	0,1

Source : Agence France Trésor

Ce dépassement attendu avait conduit à une augmentation du montant inscrit dans la seconde LFR de 41,5 Md€ à 41,8 Md€. Il provient d'une inflation observée plus forte que celle anticipée (faisant peser une charge supplémentaire de 0,7 Md€) partiellement compensée par des taux plus faibles que ceux prévus ayant réduit la charge d'intérêts de 0,5 Md€.

**Tableau n° 9 : Facteurs de révision de la charge d'intérêts de la dette en 2017**

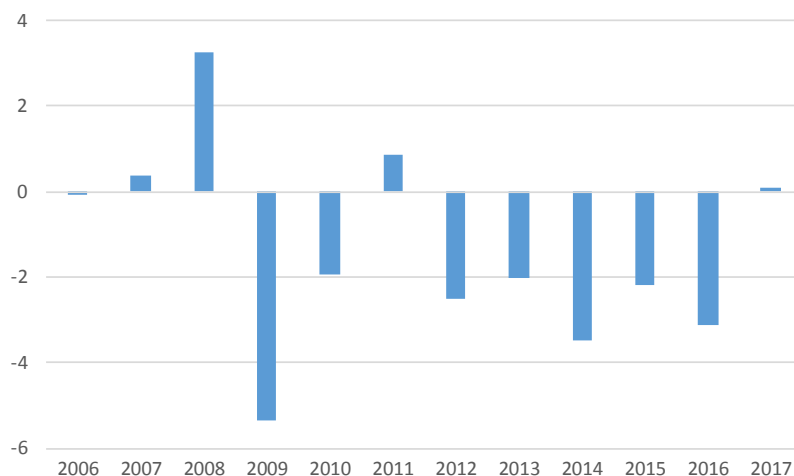
	LFI	Exécution	Impact (Md€)
<i>Taux à l'émission BTF 3 mois (moy. annuelle)</i>	-0,20%	-0,62%	-0,3
<i>Taux à l'émission OAT 10 ans (moy. annuelle)</i>	0,90%	0,83%	-0,2
<i>Inflation France (gliss. mai à mai)</i>	0,70%	0,90%	0,7
<i>Inflation zone euro (gliss. mai à mai)</i>	1,00%	1,50%	

Source : Agence France Trésor

Lecture : le niveau des taux d'intérêt à l'émission des BTF à trois mois à - 0,62 % contre - 0,20 % anticipé en LFI a permis une économie de 0,3 Md€ par rapport à la LFI.

Cet écart faible avec l'inscription de la LFI fait suite à cinq années de très forte sous-exécution (2,7 Md€ en moyenne entre 2012 et 2016). Il est également inférieur aux écarts observés sur plus longue période hormis ceux recensés les deux années exceptionnelles 2008 et 2009.

**Graphique n° 11 : Écart entre l'inscription en LFI et l'exécution de la charge de la dette et de la trésorerie (avant swaps)**



Source : RAP annexés aux projets de loi de règlement

Note de lecture : un montant négatif traduit une sous exécution (par exemple de 3,1 Md€ en 2016)

**Tableau n° 10 : Révisions des hypothèses entre la LFI et l'exécution**

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Inflation France (glissement de mai à mai)</i>	LFI	1,70%	1,75%	1,40%	0,80%	0,80%	0,70%
	Exécution	1,90%	0,60%	0,60%	0,30%	-0,10%	0,90%
	Écart	0,20%	-1,15%	-0,80%	-0,50%	-0,90%	0,20%
<i>Inflation zone euro (glissement de mai à mai)</i>	LFI	1,70%	1,75%	1,70%	1,00%	1,00%	1,00%
	Exécution	2,40%	1,30%	0,50%	0,20%	-0,20%	1,50%
	Écart	0,70%	-0,45%	-1,20%	-0,80%	-1,20%	0,50%
<i>Taux BTF à 3 mois (moyenne annuelle)</i>	LFI	1,40%	0,25%	0,30%	0,05%	0,10%	-0,20%
	Exécution	0,04%	0,04%	0,07%	-0,19%	-0,53%	-0,62%
	Écart	-1,36%	-0,21%	-0,23%	-0,24%	-0,63%	-0,42%
<i>Taux OAT 10 ans (moyenne annuelle)</i>	LFI	3,70%	2,90%	3,30%	2,20%	1,90%	0,90%
	Exécution	2,70%	2,23%	1,87%	0,93%	0,48%	0,83%
	Écart	-1,00%	-0,67%	-1,43%	-1,27%	-1,42%	-0,07%

Source : Cour des comptes à partir des PAP du programme 117 –charge de la dette et de la trésorerie de l'État - annexés aux PLF pour 2012 à 2018



Les sous-exécutions des années antérieures provenaient de la conjugaison de deux phénomènes :

- une surestimation systématique des taux d'intérêt (53 points de base pour les BTF et 116 points de base pour les OAT) attendus en hausse et qui se sont toujours repliés ;
- une inflation réalisée plus faible qu'anticipée, sauf pour l'année 2012, avec un écart annuel moyen de 0,8 % pour l'inflation France et 0,9 % pour l'inflation en zone euro entre 2013 et 2016.

Si les hypothèses de remontée des taux et de remontée de l'inflation étaient prudentes, c'est bien la persistance d'une situation inédite de taux d'intérêt bas et de faible inflation qui explique les fortes révisions des années antérieures.

Les hypothèses sous-jacentes à la prévision inscrite en LFI pour l'année 2017 prévoyant une reprise de l'inflation et une progression des taux d'intérêt étaient proches de celles retenues dans les exercices précédents. Elles se sont globalement réalisées (à l'exception des taux courts restés très faibles) si bien que l'année 2017 est la première depuis cinq ans où les révisions sont limitées.

## **1.5 La soutenabilité à court et moyen terme**

Au cours des dernières années, la charge de la dette est restée contenue par la baisse des taux d'intérêt, qui ont atteint des niveaux exceptionnellement bas. La forte hausse de la dette de l'État, même rapportée au PIB, enregistrée depuis la crise financière, faite toutefois peser un risque de hausse élevée de la charge de la dette en cas de remontée des taux d'intérêt. Or, les banques centrales ont commencé à ralentir, voire diminuer, leur soutien à l'économie et affichent leur intention de poursuivre ce mouvement, ce qui devrait pousser à la hausse les taux à court terme et, probablement, à long terme.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale prévoit ainsi une poursuite du resserrement monétaire amorcé à la fin de l'année 2015 avec une hausse en 2018 de sa cible des federal funds. Sur les taux longs, les anticipations d'une croissance américaine stimulée par la réforme fiscale plus vigoureuse qu'attendu ont conduit dès le début de l'année 2018, à un relèvement des taux à dix ans. Alors qu'ils étaient restés globalement stables entre 2,0 % et 2,5 % en 2017, ils étaient proches de 2,9 % début mars.

### Graphique n° 12 : Taux des emprunts d'État américains à 10 ans



Source : Département du Trésor américain

Nota bene : les dates sont au format américain (mois/jour/année)

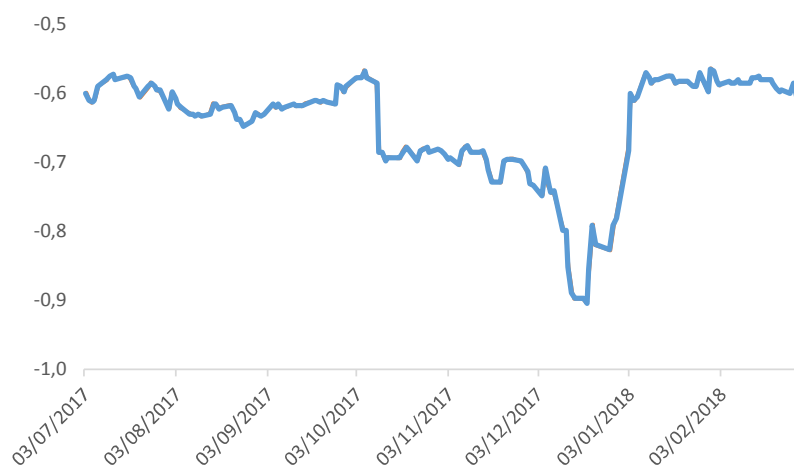
En zone euro, la Banque centrale européenne a décidé, lors de sa réunion de politique monétaire du 26 octobre 2017, de réduire, à partir de janvier 2018, le rythme de ses achats mensuels de titres à hauteur de 30 Md€ « jusqu'à fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif ». Si un relèvement des taux n'est pas attendu en zone euro dès 2018, la BCE devrait mettre fin à sa politique d'injection massive de liquidités par achat de titres.

En France, le scénario d'une hausse des taux s'est confirmée au début de l'année 2018, le taux de l'OAT 10 ans atteignant 0,92 % au début du mois de mars soit une hausse de 14 points de base par rapport à la fin de l'année 2017.

La LFI pour 2018 a été construite sur la base d'une progression des taux de court terme et de long terme. Une hypothèse de croissance du taux de l'OAT à 10 ans de 75 points de base pour atteindre 1,85 % à la fin de l'année 2018 a été retenue. En dépit de la remontée des taux au début de l'année 2018, cette cible reste prudente. Toutefois, dans la détermination des charges d'intérêts de l'année en cours, les taux longs n'ont que peu d'impact au contraire des taux courts.

La LFI pour 2018 anticipe également une remontée des taux courts mais dans de moindres proportions. Le taux des BTF à trois mois progresserait de près de 70 points de base pour atteindre - 0,1 % à la fin de l'année 2018 en l'absence du relèvement des taux directeurs de la BCE. La légère remontée des taux courts en début d'année (le taux du BTF trois mois est passé de - 0,78 % à la fin de 2017 à - 0,63 % mi-février 2018) accrédite ce scénario qui reste toutefois prudent.

**Graphique n° 13 : Taux des BTF à 3 mois**



Source : Banque de France

Les hypothèses d'inflation qui déterminent la charge d'indexation des OATi et OAT€i jouent également un grand rôle dans la prévision de charge d'intérêts pour 2018. Celle-ci a été construite sur la base d'une remontée de l'inflation en France (+ 1,1 % en glissement de mai à mai après + 0,9 % en 2017) et d'un léger repli en zone euro (+ 1,2 % après + 1,5 %).

Les derniers éléments disponibles laissent craindre une inflation supérieure et par conséquent des charges d'indexation supplémentaires. Dans sa note de conjoncture de décembre 2017, l'Insee anticipe une inflation de 1,3 % en France et 1,4 %<sup>2</sup> en zone euro, en glissement annuel

<sup>2</sup> Chiffrage Cour des comptes de l'inflation hors tabac, utilisée pour définir la charge d'indexation, à partir de la prévision de l'ensemble de l'indice de 1,6 %.

au deuxième trimestre 2018. En outre, le prix du pétrole (66 \$ début mars 2018) excède le niveau attendu en LFI (52 \$ sur l'ensemble de l'année).

L'encours des obligations indexées atteignant 200 Md€, un dixième d'inflation excédant la prévision de la LFI accroîtrait la charge de 200 M€.

Au-delà de 2018, la loi de programmation des finances publiques a été construite à partir d'une hypothèse de remontée des taux d'intérêt de moyen et long terme au rythme moyen de 75 points de base par an. Le taux de l'OAT à dix ans s'établirait à 1,85 % fin 2018, 2,60 % fin 2019 et 4,0 % fin 2022. Les taux d'intérêt courts sont également attendus en hausse : le taux des BTF à trois mois doit progresser de 80 points de base en 2019 et 2020 puis de 50 points de base en 2021 et 2022 pour atteindre 2,5 % en fin de période. La charge d'intérêts des administrations publiques inscrite en loi de programmation des finances publiques augmente ainsi légèrement entre 2018 et 2022 (de 1,8 point de PIB à 2,1 points de PIB).

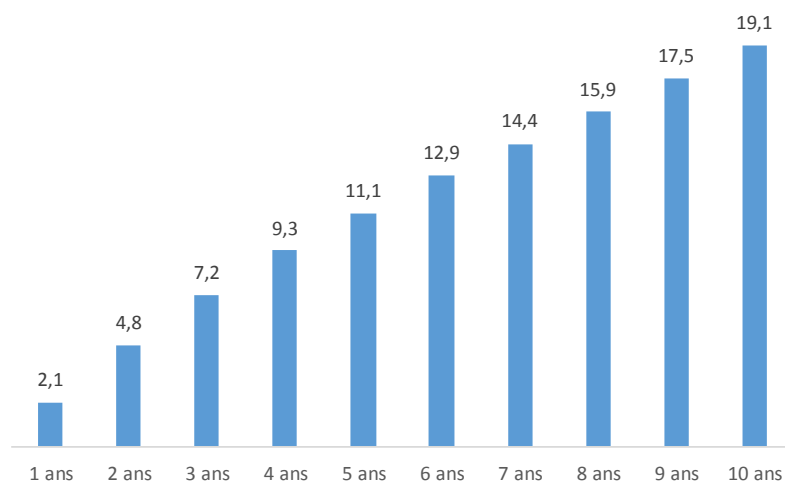
**Tableau n° 11 : Hypothèses de taux d'intérêt de la loi de programmation des finances publiques 2018-2022 (niveaux de fin d'année)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>BTF 3 mois</i>	-0,50%	-0,10%	0,70%	1,50%	2,00%	2,50%
<i>OAT 10 ans</i>	1,10%	1,85%	2,60%	3,25%	3,75%	4,00%

*Source : loi de programmation des finances publiques pour les années 2018 à 2022*

Une remontée de ces taux plus forte qu'attendue ferait peser une charge supplémentaire sur les finances publiques, et en particulier sur l'État. L'AFT estime qu'une hausse d'un point supplémentaire par rapport à ces hypothèses se traduirait pour l'État par des dépenses supérieures de 2,1 Md€ la première année, 4,8 Md€ la deuxième année et 7,2 Md€ la troisième année.

**Graphique n° 14 : Impact d'un choc de taux à la hausse de 1 % sur la charge d'intérêts maastrichtienne<sup>3</sup> de la dette de l'État**



Source : PAP du programme 117 –charge de la dette et trésorerie de l'État - annexé au PLF pour 2018

## 1.6 Les premières « obligations vertes » ont été émises en 2017

Par arrêté du 23 janvier 2017, l'État a créé la première obligation souveraine verte française (OAT verte). La seule différence de ce nouveau produit avec une OAT traditionnelle réside dans l'association des capitaux empruntés à des dépenses vertes. L'émission de ce nouveau titre s'inscrit dans la volonté de la France de s'engager dans la lutte contre le changement climatique et pour la protection de l'environnement. Ce produit a été également conçu pour élargir la base d'investisseurs traditionnels aux fonds soucieux d'investir dans le développement durable.

Ces obligations sont dédiées au financement de dépenses<sup>4</sup> du budget de l'État ainsi que de dépenses des programmes d'investissements d'avenir

<sup>3</sup> La charge d'intérêts maastrichtienne diffère de la charge budgétaire sur la comptabilisation des intérêts versés (les charges sont enregistrées en continu et non au moment de leur décaissement), des primes et décotes qui font l'objet d'un étalement sur la durée de vie du titre quand la comptabilité budgétaire n'enregistre aucune écriture et de la charge d'indexation du capital des titres indexés.

<sup>4</sup> Il faut, dans cette partie, entendre l'expression dépenses budgétaires au sens large (dépenses budgétaires et dépenses fiscales).

(PIA) identifiées comme favorables à la transition énergétique et écologique. Sont ciblées les dépenses concourant à quatre objectifs : la lutte contre le changement climatique, l'adaptation au changement climatique, la protection de la biodiversité et la lutte contre la pollution. Elles doivent appartenir à l'un des six secteurs suivants : bâtiment, transport, énergie, ressources vivantes, adaptation au changement climatique<sup>5</sup>, contrôle de la pollution et éco-efficacité.

Les dépenses vertes éligibles au financement par l'OAT verte sont identifiées ex ante par un comité de pilotage interministériel à partir de propositions faites par les ministères. Le label « Transition énergétique et écologique pour le climat » (TEEC) créé en 2015 par le ministère de l'environnement, de l'écologie et de la mer, permettant de distinguer spécifiquement les fonds d'investissement contribuant à la transition énergétique et écologique est utilisé comme référence dans le processus de sélection.

Émises en janvier, les premières obligations vertes d'une maturité de 22 ans ont permis de lever 7 Md€. Les réémissions de juin (1,6 Md€) et décembre (1,1 Md€) sur la même souche ont porté l'encours de dette verte de l'État à 9,7 Md€ et fait de lui le premier émetteur de titres verts dans le monde en 2017 (cf encadré).

Les trois émissions ont été réalisées à des conditions voisines de celles observées le même jour sur le marché pour des titres de maturité résiduelle proche.

L'agence internationale Vigeo Eiris qui évalue les engagements RSE des organisations a émis un avis favorable<sup>6</sup> sur cette émission obligataire. Cette opinion a été établie en conformité avec les préconisations des « Green Bond Principles » édictés par l'association internationale des marchés de capitaux (ICMA).

Ces émissions sont associées aux trois quarts des dépenses éligibles recensées (13 Md€), le solde (un peu plus de 3 Md€) devant être financé par les émissions vertes de 2018. Les dépenses éligibles étant soit des dépenses de l'année passée soit des dépenses de l'année en cours<sup>7</sup>, les dépenses éligibles de la première année d'émissions ont regroupé les dépenses de deux années (2016 et 2017) pour atteindre un montant élevé de 13 Md€. Les dépenses éligibles des années à venir devraient être environ

---

<sup>5</sup> Par exemple développer des systèmes d'observation du changement climatique et des événements météorologiques.

<sup>6</sup> « Assurance de niveau raisonnable (meilleur niveau d'assurance) sur le caractère responsable de cette émission obligataire ».

<sup>7</sup> Et éventuellement des dépenses futures des PIA.

deux fois plus faibles. Il est permis de s'interroger sur le caractère incitatif du financement de dépenses déjà réalisées. L'investisseur ne peut plus avoir, dans ces conditions, le sentiment que sa contribution permet au projet de se réaliser.

Les fonds levés et les dépenses financées respectent bien le principe d'universalité budgétaire, ils ne sont pas distingués dans les processus budgétaire et comptable mais feront l'objet d'un suivi de leur allocation.

### **Le développement des obligations vertes**

La première obligation verte a été émise en 2007 par la Banque européenne d'investissement (BEI) pour financer des actions dans le cadre de la politique européenne de l'énergie. Les banques de développement ont joué un grand rôle dans le développement de ces titres puisque la Banque mondiale a émis sa première obligation verte en 2008 et qu'en France, l'Agence française de développement (AFD) a procédé à sa première émission en 2014.

Les principaux émetteurs d'obligations vertes du secteur marchand appartiennent aux secteurs dans lesquels les questions environnementales se posent avec la plus forte acuité : les transports, l'immobilier, l'énergie. Engie a procédé en 2017 à deux émissions pour un montant total de 2,75 Md€ portant le total de ses émissions à 5,25 Md€. SNCF Réseau a également émis deux tranches d'obligations vertes en 2017 pour un total de 1,75 Md€, l'encours de titres verts émis par l'entreprise atteignant 2,65 Md€ fin 2017. En 2017, EDF a émis des obligations vertes en yen (« obligations samouraï » pour 26 Md¥ soit 0,2 Md€) ce qui conduit depuis le lancement de la première obligation verte en 2013, à un total d'émissions 4,5 Md€. Ces fonds lui permettront d'accompagner son développement dans les énergies renouvelables. Dans le cadre de leur politique RSE, Icade et la RATP ont lancé en 2017 leur première émission de titres verts pour respectivement 0,6 Md€ et 0,5 Md€.

Des collectivités locales ont également lancé de tels programmes avant l'AFT. La région Île-de-France a lancé son premier programme en 2012 et a émis 0,5 Md€ en 2017 portant le montant total des émissions à 2,75 Md€. Les régions Nord-Pas-de-Calais et Provence-Alpes-Côte-d'Azur ont également procédé à de telles émissions. La ville de Paris a également émis 0,3 Md€ en 2017 pour un encours total en fin d'année de 0,6 Md€.

Si l'État a été le plus gros émetteur de titres verts dans le monde en 2017 (9,7 Md€), sa « dette verte » reste encore en deçà de celle de la BEI (18,3 Md€ d'encours au début de l'année 2018) et de celle de l'agence de développement allemande – KfW - (12,9 Md€).

L'État a pris l'engagement de rendre compte de l'utilisation des fonds collectés par l'OAT verte. L'arrêté du 23 janvier 2017 prévoit ainsi que « l'État publie annuellement un rapport d'information relatif aux dépenses vertes éligibles ainsi qu'à leurs indicateurs de performance jusqu'à réalisation complète de ces dépenses. Un rapport d'information relatif aux impacts environnementaux des dépenses précitées est également publié selon une fréquence appropriée ». Les rapports sur l'allocation des dépenses de 2017 ainsi que leur performance seront publiés au premier semestre 2018 après la loi de règlement pour 2017.

Parallèlement, le « Conseil d'évaluation de l'OAT verte » réalisera le rapport d'évaluation de l'impact environnemental des dépenses. Présidé par M. Pulgar Vidal, ancien ministre de l'environnement du Pérou et président de la vingtième Conférence des Nations-Unies sur les changements climatiques (COP 20), il est composé de neuf membres (dont la liste est présentée en annexe) indépendants reconnus pour leur expertise en matière de politiques environnementales ou de finance verte. Le premier rapport d'évaluation de l'impact environnemental des dépenses financées par l'OAT verte devrait être publié en 2018.

Des réémissions de l'OAT verte (à taux de coupon et maturité inchangée) sont prévues en 2018 pour un montant maximum de 8 Md€ correspondant à des dépenses de 2017 qui n'ont pu être encore couvertes (3 Md€) et par les nouvelles dépenses éligibles de l'année 2018 (5 Md€).

S'il est encore prématuré d'évaluer les effets de ce nouveau produit, certaines conditions devront être remplies pour garantir son efficacité. Il faudra ainsi que :

- l'OAT verte rencontre une demande durablement suffisante pour pouvoir présenter des conditions favorables de financement. Si la première émission de janvier a rencontré une forte demande (avec un taux de couverture<sup>8</sup> de 3,3), les taux de couverture des émissions par adjudication en juin et décembre (1,87 et 1,69) se situent en deçà du taux moyen de couverture des adjudications d'OAT (1,96 en 2017) ;
- la qualité et l'exhaustivité des rapports et notamment celui sur les impacts environnementaux assoient sa crédibilité. En particulier, il faudra s'assurer que les dépenses financées seront bien explicitées puisque certains transferts à des opérateurs ou collectivités locales ne financeront des dépenses environnementales que de manière indirecte.

---

<sup>8</sup> Le taux de couverture est défini comme le ratio entre la demande exprimée et la demande servie. Celui de cette première émission (7 Md€ ont été servis pour une demande d'un peu plus de 23 Md€), par syndication, n'est toutefois pas comparable à celui des deux émissions suivantes par adjudication.



En particulier, certaines dépenses à des opérateurs financeront des coûts salariaux et charges de fonctionnement. Ces transferts indirects financeront certes des dépenses à finalité environnementale mais seront sans doute moins mobilisateurs pour les investisseurs que le financement direct de grands projets d'investissement ;

- ce nouveau mécanisme ne sanctuarise pas un certain montant de dépenses financées par les OAT vertes indépendamment de leur opportunité. En particulier, la création d'un compte spécial regroupant les dépenses vertes aujourd'hui figurant au budget général de l'État devra être proscrite.

## **1.7 L'AFT a réalisé les premières émissions pour le compte de la CADES**

L'année 2017 a été également été marquée par le rapprochement de l'AFT et de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES)<sup>9</sup>. Si les deux entités, ainsi que les dettes de l'État et de la sécurité sociale restent juridiquement distinctes, les compétences des deux structures seront réunies pour constituer un grand pôle public d'émission de dette publique<sup>10</sup>. Une convention de mandat signée par les deux parties confie à l'AFT la responsabilité de l'exécution du programme de financement de la CADES tandis qu'une convention de mise à disposition des personnels contractuels de la CADES à l'AFT les place sous l'autorité hiérarchique de l'AFT.

Les relations financières entre les deux entités sont régies par une convention financière. La CADES reste juridiquement l'employeur des agents et continue à les rémunérer même si l'AFT doit rembourser leur traitement. L'ensemble des frais engagés par l'AFT (dépenses de personnel, frais de fonctionnement – immobilier, fournitures...) est ensuite remboursé par la CADES pour un montant forfaitaire de 790 000 €<sup>11</sup>. Les rémunérations des personnels feront donc l'objet de trois flux : paiement des agents par la CADES, remboursement par l'AFT puis prise en charge

---

<sup>9</sup> La CADES a été créé en 1996 afin d'amortir les dettes sociales qui lui sont transférées par la loi à partir de recettes dédiées. Selon les chiffres du rapport de la Commission des comptes de la sécurité sociale de septembre 2017 la CADES a repris 260,5 Md€ de dette en 2017, en a amorti 139,5 Md€ pour une dette restant à amortir de 121,0 Md€.

<sup>10</sup> Toutefois, un peu moins de 20 % de la dette publique (principalement celle des collectivités locales) est gérée hors de cet ensemble.

<sup>11</sup> Ce montant sera revu une fois que tous les agents de la CADES auront emménagé sur le site de l'AFT.

par la CADES au sein du remboursement forfaitaire de l'ensemble des dépenses engagées.

Ce rapprochement s'inscrit dans la perspective de l'extinction de la CADES qui devrait avoir remboursé toutes les dettes reprises en 2024. Le départ des agents avant la date d'extinction aurait conduit à un risque opérationnel important pour la gestion de la dette sociale.

De plus, les personnels des deux entités pourront enrichir leurs compétences au contact d'agents ayant des expertises différentes (la CADES n'émet pas auprès des mêmes investisseurs que l'État et procède à des émissions en devises étrangères). Enfin, cette meilleure intégration facilitera le respect des bonnes pratiques de coordination entre émetteurs publics (partage d'informations, concertation autour du calendrier des émissions).

L'opération devrait également permettre quelques économies qu'il s'agisse des dépenses de loyer (343 000 € par an) de la CADES une fois que les derniers agents auront quitté les locaux que la Caisse occupe dans le deuxième arrondissement de Paris. Des économies sur les honoraires et commissions liées aux émissions pourront également être réalisées.

## 2 LES GRANDES COMPOSANTES DES DÉPENSES ET DES RECETTES

### 2.1 Opérations relatives à la dette

L'exécution des dépenses et recettes du compte de commerce liées aux opérations relatives à la dette s'établit comme suit :

**Tableau n° 12 : Dépenses et recettes relatives à la dette**

Dépenses	M€	Recettes	M€
Dettes négociables : intérêts des BTAN	476	Dettes négociables : coupons courus des OAT	1 205
Dettes négociables : intérêts des OAT hors OAT indexées	36 803	Produit des émissions de titres à court terme à taux d'intérêt négatif	855
Dettes négociables : intérêts des OAT et BTAN indexés	3 012		
Dettes négociables : charge d'indexation du capital des OAT et BTAN indexés	2 309	Dettes négociables : intérêts reçus sur les instruments financiers à terme au titre de la couverture des risques affectant les titres d'État et les dettes reprises par l'État	19
Dettes négociables : frais et commissions	31		
Dettes négociables : intérêts sur autres dettes reprises par l'État	99		
<b>Total</b>	<b>42 729</b>		<b>2 078</b>
<b>Solde avant équilibrage</b>	<b>-40 651</b>	Versement du budget général	40 651
<b>Solde après équilibrage</b>	<b>0</b>		

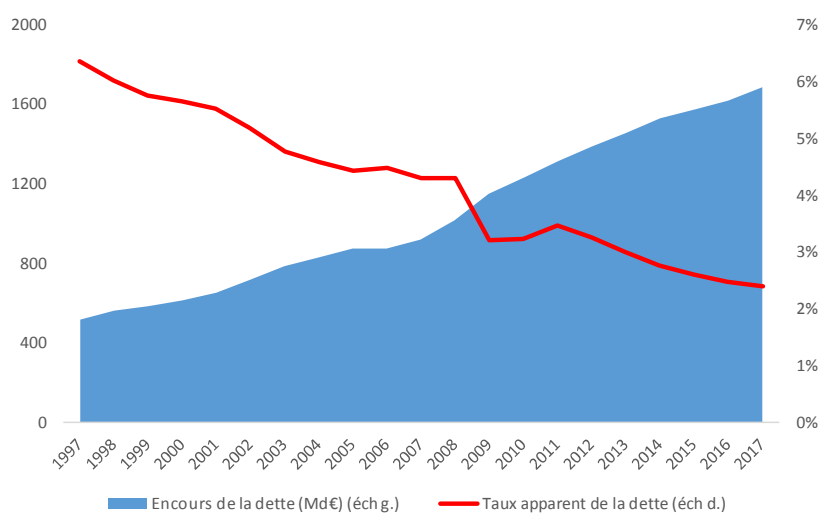
Source : Agence France Trésor

Les dépenses relatives à la dette hors charges de trésorerie et opérations de swap sont essentiellement constituées de la charge d'intérêts des titres de moyen et long terme (40,3 Md€) et de la charge d'indexation du capital des titres indexés (2,3 Md€). Les principales recettes sont constituées par les recettes de coupons courus à l'émission (1,2 Md€) et par la rémunération à taux négatif des titres à court terme (0,9 Md€). Ces opérations sont équilibrées par un versement du budget général à partir du programme 117 - *Charge de la dette et trésorerie de l'État* de la mission *Engagements financiers de l'État*.

En dépit de la progression de l'encours de la dette, la charge d'intérêts n'a que peu varié en 2017 (40,5 Md€ après 40,3 Md€ en 2016) à

la faveur de taux très bas. Le taux apparent de la dette mesuré comme la charge d'intérêts rapportée à l'encours de dette a ainsi continué de baisser pour s'établir à 2,4 %.

**Graphique n° 15 : Dette de l'État et charge d'intérêts associée**



Source : Agence France Trésor

Le recul de la charge d'intérêts (-2,4 Md€) provenant de l'effet taux (refinancement de la dette ancienne par une dette nouvelle porteuse d'un coupon plus faible) a été plus que compensé par l'accroissement des charges d'indexation dues à la hausse de l'inflation (2,2 Md€) et par la charge supplémentaire occasionnée par l'accroissement de l'encours de dette (0,7 Md€).

**Tableau n° 13 : Décomposition de la hausse des intérêts versés entre 2016 et 2017 (Md€)**

<i>Charge d'intérêts 2016</i>	40,3
<i>Effet taux</i>	-2,4
<i>Effet inflation</i>	2,2
<i>Effet volume</i>	0,7
<i>Effet calendaire</i>	-0,3
<i>Charge d'intérêts 2017</i>	40,5

Source : Agence France Trésor

## 2.2 Opérations relatives à la trésorerie

La gestion de la trésorerie vise à minimiser les émissions tout en permettant l'exécution des dépenses et le maintien d'un solde créditeur du compte du Trésor à la Banque de France. Le résultat des opérations de trésorerie est constitué du résultat des opérations de placement d'une part et de la rémunération des fonds déposés au Trésor d'autre part (dépôts des correspondants et dotations non consommables des PIA).

L'exécution des dépenses et des recettes du compte de commerce liées aux opérations relatives à la trésorerie s'établit comme suit :

**Tableau n° 14 : Dépenses et recettes relatives à la gestion de la trésorerie**

<i>Dépenses</i>	<b>M€</b>	<b>Recettes</b>	<b>M€</b>
<i>Gestion de la trésorerie : intérêts des comptes de dépôts des correspondants du Trésor et assimilés</i>	126	Gestion de la trésorerie : rémunération des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées	0
<i>Gestion de la trésorerie : intérêts résultant des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées</i>	26		
<i>Gestion de la trésorerie : intérêts du compte courant du Trésor à la Banque de France</i>	145	Recettes diverses	2
<i>Rémunération des fonds non consommables versés par l'État</i>	752		
<b>Total</b>	<b>1 049</b>		<b>2</b>
<b>Solde avant équilibrage</b>	<b>-1 046</b>	Versement du budget général	<b>1 046</b>
<b>Solde après équilibrage</b>	<b>0</b>		

Source : Agence France Trésor

Le solde des opérations de trésorerie, déficitaire depuis 2008, est resté en 2017 très négatif (- 1,0 Md€) à un niveau stable par rapport à 2016.

Fixée par arrêté en référence à des taux de marché au moment de la conclusion des conventions avec les bénéficiaires, la rémunération des dotations non consommables des programmes d'investissements d'avenir (PIA) (0,75 Md€) constitue la principale charge de trésorerie pour l'État.

Les dotations non consommables du PIA 1 (13,7 Md€ au 31 décembre 2017) sont rémunérées à 3,413 % ; celles du Plan Campus (5,0 Md€) à 4,032 % et du PIA 2 (3,3 Md€) à 2,496 %. Le PIA 3 ne comprend pas de dotation non consommable, des dépenses similaires sont désormais traitées comme des subventions pluri-annuelles intégrées dans le budget général de l'État.

Cependant, n'ayant pas de caractère variable en fonction des conditions de marché, cette rémunération s'apparente davantage à une dépense budgétaire qu'à une véritable charge de trésorerie. La rémunération des dotations non consommables est ainsi très avantageuse dans les conditions de marché actuelles (elle s'établit à 3,4 % en moyenne).

La majorité des conventions signées entre l'État et les opérateurs prévoyant que les dotations non consommables seront reversées par l'opérateur au budget de l'État au terme de la convention (10 ans maximum), la charge d'intérêts devrait sensiblement décroître à partir de 2020. Dans le cadre de l'arrivée à échéance des conventions et si les besoins de nouveaux financements sont avérés, l'État doit envisager un traitement budgétaire plus adapté, comparable à celui du PIA 3 mais en intégrant ces dépenses dans la norme pilotable des dépenses de l'État ce qui n'est pas le cas des dépenses du PIA 3.

Si le principe général posé par le décret n°2012-1246 du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaire et comptable publique (GBCP) est celui de l'absence de rémunération des fonds déposés au Trésor, les déposants obligatoires (collectivités locales et établissements publics), sur autorisation expresse, ou de droit<sup>12</sup> et les déposants facultatifs peuvent placer leurs liquidités sur un ou plusieurs comptes à terme (CAT) ou sur un compte de placement rémunéré (CPR). Les modalités de rémunération de ces comptes sont fixées conformément aux dispositions de l'arrêté du 24 janvier 2013.

**Tableau n° 15 : Intérêts des comptes des déposants (M€)**

	<b>2017</b>
<i>Fonds de garantie BPI</i>	47,8
<i>Banques centrales africaines</i>	38,5
<i>CPR et CAT des déposants obligatoires</i>	0,0
<i>Compte de dépôt de l'IEOM</i>	39,2
<i>Autres</i>	0,3
<i>Total</i>	125,8

Source : Agence France Trésor

Ces comptes sont rémunérés en référence aux taux courts avec un plancher à 0 % qui s'applique actuellement si bien que ces comptes ne sont aujourd'hui pas rémunérés.

Certains CPR présentant des modalités de fonctionnement spécifiques disposent de conditions de rémunération *ad hoc*, en vertu de décisions ministérielles ou de conventions bilatérales.

<sup>12</sup> S'agissant des fonds libres provenant de libéralités ou d'aliénation d'éléments du patrimoine.

Les fonds de garantie gérés par la banque publique d'investissement (BPI) déposés au Trésor font l'objet d'une rémunération selon des modalités prévues par une convention bilatérale signée en 2012. Les actifs sont principalement placés sur des comptes à terme de maturité comprise entre cinq ans et quinze ans dont la rémunération est celle du taux de marché prévalant au moment de l'ouverture du compte. La rémunération de ces comptes se situe entre 0,04 % (compte de maturité cinq ans à échéance novembre 2020) et 2,78 % (compte de maturité 15 ans à échéance 2027). Deux comptes à vue ont également été ouverts, ils sont rémunérés en fonction du taux des BTF avec un plancher à 0 % qui s'est appliqué en 2017.

L'encours de ces fonds de garantie atteignant 5,2 Md€ en 2017, leur taux de rémunération moyen s'est établi à 0,9 %.

La rémunération des dépôts des banques centrales africaines, la Banque centrale des États d'Afrique de l'ouest (BCEAO), la Banque centrale des États d'Afrique centrale (BEAC) et la Banque centrale des Comores (BCC) est régie par des accords de coopération entre la France et les États de ces unions monétaires.

Pour la BCEAO et la BEAC les taux en vigueur sont les suivants :

- le taux de la facilité de prêt marginal de la BCE (actuellement à 0,25 %) jusqu'à la moitié des avoirs extérieurs totaux de ces banques centrales avec un plancher à 0,75 % (qui s'applique donc actuellement) ;
- le taux principal des opérations de refinancement de la BCE (actuellement à 0 %) au-delà ;
- pour la BCC, le taux en vigueur est celui de la facilité de prêt marginal de la BCE (0,25 % actuellement) avec un plancher de 2,5 % qui s'applique actuellement.

Ces conditions de rémunération ont conduit l'État à verser 38,5 M€ en 2017 à ces banques centrales soit, rapporté à leur encours moyen, un taux d'intérêt apparent de 0,51 %. La baisse des intérêts versés passés de 61,2 M€ en 2016 à 38,5 M€ en 2017 tandis que les encours ont augmenté (9,1 Md€ fin 2017 après 6,0 Md€ en 2016) s'explique par deux raisons. D'une part, les intérêts versés l'année N sont ceux acquis au titre du dernier trimestre de l'année N-1 et les trois premiers trimestres de l'année N. Les intérêts relatifs au quatrième trimestre de 2016 ont donc été versés en 2017. D'autre part, un trimestre d'intérêts (9 M€) qui aurait dû être versé en 2017 le sera effectivement en 2018.



Les conditions de rémunération des dépôts de l'Institut d'émission d'outre-mer<sup>13</sup> (IEOM) sont définies par arrêté des ministres chargés de l'économie et des finances et de l'outre-mer.

**Tableau n° 16 : Conditions de rémunération des dépôts de l'IEOM**

<i>Date de l'arrêté</i>	<b>Période</b>	<b>Conditions de rémunération</b>
2-janv.-15	À partir de 2015	3,75 %
29-juin-16	Du 1er juil. 2016 au 1er janv. 2018	3,25 %
	À partir du 1er janv. 2018	3,00 %
22-déc.-17	En 2018	3,00 % sur solde inf. à 800 M€
		EONIA - 0,15 % au-delà (plancher à 0 %)
	À partir de 2019	2,75 % pour le solde inférieur à 800 M€
		EONIA - 0,15 % au-delà (plancher à 0 %)

Source : Cour des comptes

Si elles ont été rendues successivement un peu moins avantageuses, ces conditions sont encore particulièrement favorables. Elles se sont établies à 3,25 % en 2017 pour une rémunération de 39,2 M€ pour un encours moyen en 2017 du compte IEOM de 1,2 Md€. Les nouvelles conditions de rémunération en 2018 (3 % en deçà de 800 M€ d'encours et 0 % au-delà<sup>14</sup>) se traduiront par un repli de la rémunération des dépôts de l'IEOM.

La rémunération de ses dépôts au Trésor constitue la quasi-totalité des recettes de l'IEOM dont elle préserve les équilibres financiers.

<sup>13</sup> L'IEOM est un établissement public qui assure le rôle de banque centrale dans les collectivités ayant pour monnaie le franc Pacifique : la Nouvelle-Calédonie, la Polynésie française et Wallis-et-Futuna.

<sup>14</sup> En supposant que l'EONIA reste en dessous de 15 points de base toute l'année 2018.

**Tableau n° 17 : Compte de résultat de l'IEOM**

	2015	2016
<i>Intérêts</i>	29,0	38,9
<i>dont rémunération compte au Trésor</i>	28,8	38,1
<i>Produits divers d'exploitation</i>	0,9	1,1
<b>Total produits</b>	<b>29,9</b>	<b>40,0</b>
<i>Frais de personnel et charges assimilées</i>	7,0	7,2
<i>Charges d'exploitation générales</i>	9,0	8,0
<i>Charges d'exploitation bancaires</i>	2,7	3,0
<i>Autres charges</i>	1,4	1,4
<b>Total charges</b>	<b>20,1</b>	<b>19,7</b>
<b>Résultat</b>	<b>9,8</b>	<b>20,3</b>

Source : Comptes annuels de l'IEOM de 2016, retraitements Cour des comptes

Ce surcroît de rémunération dont bénéficient les dépôts de l'IEOM ne se justifie pas et s'apparente en pratique à une forme de subvention. Il convient d'y mettre fin et d'aligner le taux de rémunérations sur un taux de marché.

La rémunération des dotations des PIA, des dépôts des banques centrales africaines et de l'IEOM, plus avantageuses que celles découlant de l'application des conditions de marché, ont conduit à des débudgétisations critiquables. Ce surcroît de rémunération s'apparente en effet à des dotations versées aux déposants exclus du champ de la norme de l'État. En effet, les dépenses du compte de commerce de la dette étaient, en 2017, placées hors du champ de la norme en valeur. Elles demeurent hors du périmètre de la norme pilotable introduite en LFI pour 2018<sup>15</sup>. Ces débudgétisations conduisent également à comptabiliser en dépenses d'intérêts (titre 4) ce qui devrait être considéré comme des dépenses de fonctionnement (titre 3) ou d'intervention (titre 6).

Les placements de trésorerie sont restés déficitaires en 2017 (- 168,9 M€ après -136,6 M€ en 2016). Les recettes de trésorerie sont

<sup>15</sup> Le transfert du budget général équilibrant la première section du compte de commerce est toutefois inclus dans l'objectif, plus large, de dépenses totales de l'État (ODETE).

traditionnellement constituées des recettes de placement (pensions livrées, prêts interbancaires, billets de trésorerie de l'ACOSS) et des intérêts versés par la Banque de France à l'État au titre de la rémunération du compte du Trésor.

**Tableau n° 18 : Rémunération de la trésorerie de l'État (M€)**

	2015	2016	2017
<i>Pensions livrées</i>	-11,8	-3,9	0,0
<i>Prêts interbancaires</i>	-13,6	-27,7	-24,9
<i>Compte Banque de France</i>	-32,9	-100,4	-145,2
<i>Billets de trésorerie ACOSS</i>	-0,7	-3,8	-0,9
<i>Divers</i>	-0,3	-0,8	2,1
<b>Total</b>	<b>-59,3</b>	<b>-136,6</b>	<b>-168,9</b>

Source : Agence France Trésor

L'AFT recherche les meilleures conditions de placement de la trésorerie, en plaçant les liquidités excédentaires auprès de contreparties de marché. Le compte du Trésor à la Banque de France est actuellement rémunéré à taux négatif (taux EONIA jusqu'à 589 M€ et taux de la facilité de dépôt (- 0,40 % actuellement) au-delà). Dans l'environnement de taux prévalant en 2017, les opportunités de placement à des taux supérieurs au taux servi par la Banque de France ont été limitées.

L'excédent de trésorerie a donc été très majoritairement maintenu sur le compte du Trésor à la Banque de France pour un coût de 145,2 M€ très sensiblement supérieur au coût payé en 2016 (100,4 M€). Ce surcroît de dépense provient principalement d'un effet de stock (l'encours journalier moyen du compte du Trésor s'est en effet établi à 43 Md€ après 27 Md€ en 2016). La hausse des intérêts versés à la Banque de France provient également d'un effet taux (le taux de la facilité de dépôt est passé de - 0,30 % à - 0,40 % en mars 2016).

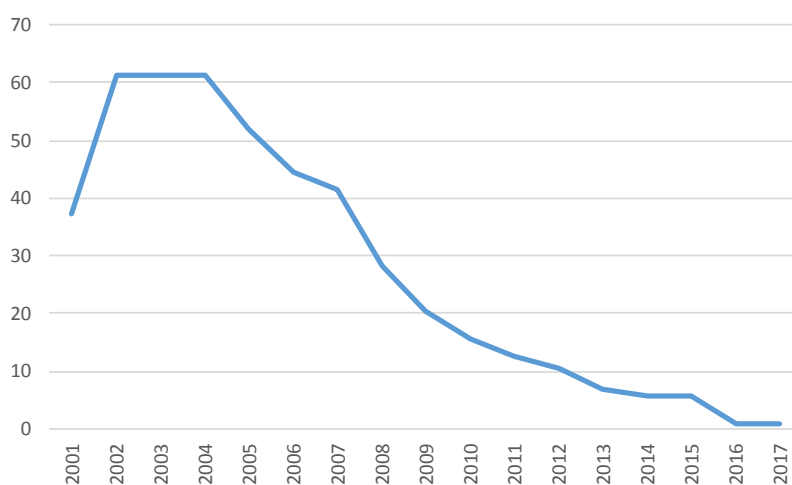
Les versements d'intérêts de prêts consentis aux autres banques ont été plus limités (24,9 M€).

### 2.3 Opérations de gestion active de la dette (swaps)

L'AFT a mis en place entre septembre 2001 et juillet 2002 un programme de gestion active de la dette visant à réduire la durée de vie de la dette. Cette stratégie a été suspendue, les conditions de marché ne

justifiant plus son activation. L'encours de *swaps* de l'État s'élève à 1,0 Md€ fin 2017 inchangé par rapport à 2016 mais en baisse par rapport à fin 2015 (5,8 Md€). Il arrivera à échéance en 2021.

**Graphique n° 16 : Encours de contrats d'échange (swaps) en Md€**



Source : Agence France Trésor

Les opérations de *swaps* ont permis d'engranger une recette nette de 25 M€ en 2017, retracée dans la deuxième section du compte de commerce.

**Tableau n° 19 : Dépenses et recettes des opérations relatives à la gestion de la dette**

<i>Dépenses</i>	M€	<i>Recettes</i>	M€
Gestion active de la dette : intérêts payés au titre des contrats d'échange de taux d'intérêt	4	Gestion active de la dette : intérêts perçus au titre des contrats d'échange de taux d'intérêt	28
Gestion active de la dette : intérêts des appels de marge sur contrats d'échange de taux d'intérêt	-	Gestion active de la dette : intérêts des appels de marge sur contrats d'échange de taux d'intérêt	0
<b>Total</b>	<b>4</b>		<b>29</b>
<b>Solde</b>			<b>25</b>

Source : AFT

### **3 LA CONFORMITE AUX PRINCIPES ET REGLES DU DROIT BUDGETAIRE**

L'alinéa 9 de l'article 34 de la LOLF prévoit que la LFI de l'année « fixe le plafond de la variation nette, appréciée en fin d'année, de la dette négociable de l'État d'une durée supérieure à un an ». Pour l'année 2017, le plafond de 72,2 Md€ fixé par la LFI a été justerespecté s'agissant de la variation de la dette en valeur faciale (+ 72,2 Md€) mais ne l'a pas été si l'on considère la variation de la dette incluant l'indexation du capital des obligations indexées (+ 73,0 Md€).

En l'absence de précision dans la LOLF sur l'agrégat auquel s'applique ce plafond, la convention retenue de considérer la dette en valeur faciale peut être discutée. Elle présente l'inconvénient d'exclure l'indexation du capital (20,1 Md€ à la fin de l'année 2017) qui représente un passif certain qui devra être remboursé à l'échéance. L'encours de dette sur lequel communique l'AFT inclut cette indexation également comptabilisée dans les dettes financières dans le compte général de l'État. Elle présente toutefois l'avantage de ne pas faire dépendre le plafond d'une variable affectée d'une incertitude forte (l'inflation) au moment du projet de loi de finances. Si l'interprétation retenue se justifie, il serait souhaitable de préciser en LFI que le plafond voté s'applique à la variation de la dette en valeur faciale.

La régularité de l'exécution budgétaire 2017 ne soulève pas de remarque particulière.

## **4 LES RECOMMANDATIONS DE LA COUR**

### **4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2016**

La Cour a formulé une recommandation au titre de la gestion 2016 :

- *recommandation n° 1* : réexaminer régulièrement la rémunération des dépôts de l'IEOM au vu des conditions de marché et des conditions dont bénéficient les autres correspondants du Trésor.

Cette recommandation a été partiellement suivie (cf. supra). Si un arrêté a bien revu les conditions de rémunération des dépôts de l'IEOM, celles-ci restent trop avantageuses par rapport au taux de marché. Il conviendrait de rémunérer les dépôts conformément au taux de marché et de verser éventuellement par crédits budgétaires, sous la norme de dépenses pilotables, le surcroît auparavant versé en dépenses d'intérêts.

### **4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2017**

La Cour formule 2 recommandations au titre de la gestion 2017 :

- *recommandation n° 1* : aligner les conditions de rémunération des dépôts de l'IEOM sur les conditions de marché ;

- *recommandation n° 2* : dans la ligne « déficit à financer » du tableau de financement faire apparaître la seule part du déficit budgétaire qui doit être financée et fournir les éléments d'explication appropriés.

### **Annexe n° 1 : Composition du Conseil d'évaluation de l'OAT verte**

Présidé par M. Manuel Pulgar-Vidal, le Conseil d'évaluation de l'OAT verte est composé de sept experts indépendants :

M. Mats Andersson, vice-président de Global Challenges Foundation, président de PDC et ancien PDG d'AP4, quatrième fonds de pension national suédois ;

Mme Nathalie Girouard, cheffe de la division Performance environnementale et Information de la Direction de l'Environnement à l'OCDE ;

M. Ma Jun, directeur du Center for Finance and Development et conseiller spécial du Gouverneur de la Banque populaire de Chine ;

Mme Karin Kemper, directrice principale des pratiques mondiales de l'environnement et des ressources naturelles à la Banque Mondiale ;

M. Thomas Sterner, professeur d'économie environnementale à l'Université de Göteborg ;

M. Eric Usher, chef du Secrétariat de l'Initiative financière du Programme des Nations unies pour l'environnement.

À cette liste s'ajoutent deux observateurs :

M. Sean Kidney, co-fondateur et président du Climate Bond Initiative ;

M. Nicholas Pfaff, directeur principal et secrétaire général des Green Bond Principles au sein de l'ICMA (International Capital Market Association).