Cour des comptes

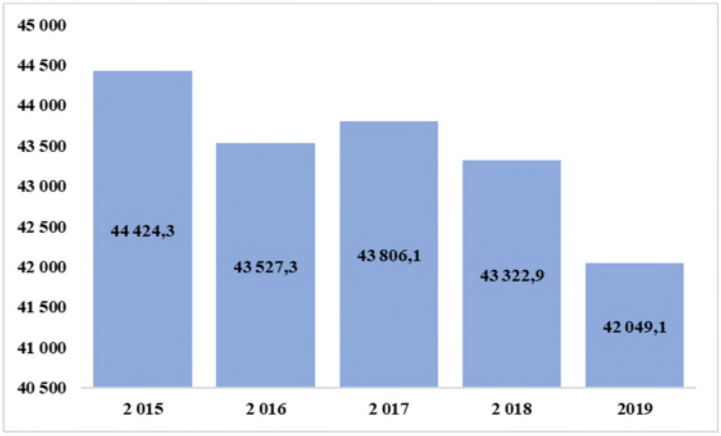
Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

Note d'analyse de l'exécution budgétaire

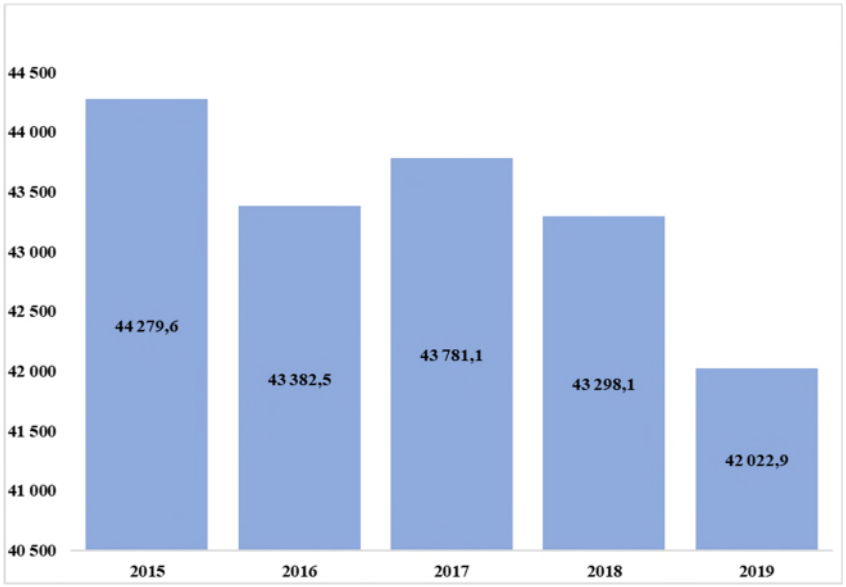
2019

Gestion de la dette et de la trésorerie de l'Éta

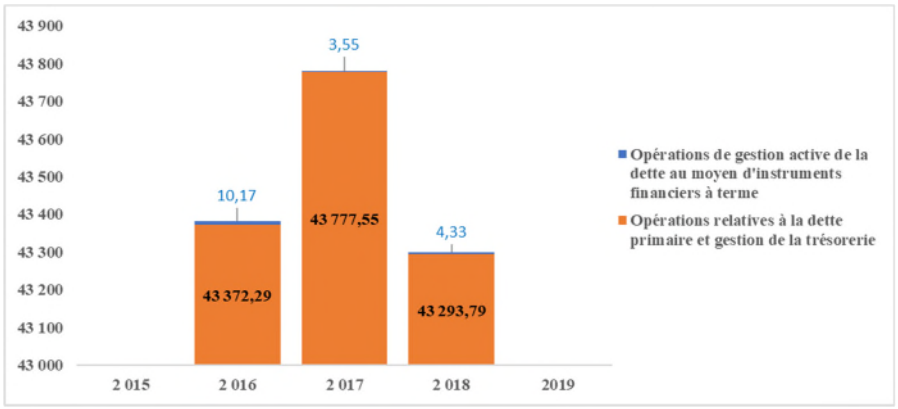
Graphique n° 1 : Recettes (en M€)



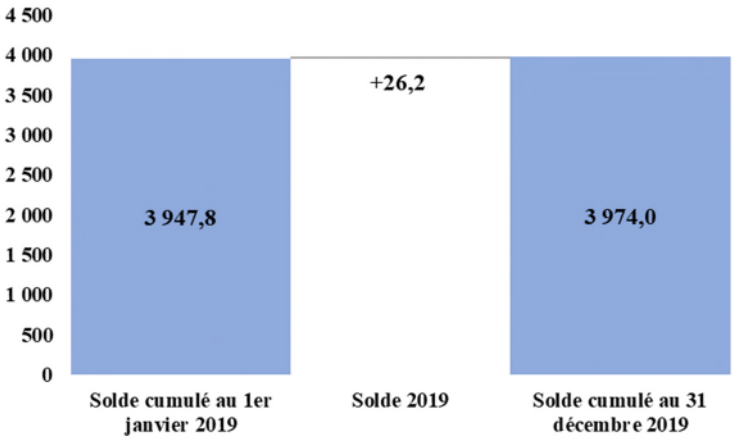
Graphique n° 2 : Dépenses (en M€)



Graphique n° 3 : Répartition de la dépense (en M€)



Graphique n° 4 : Soldes (en M€)



Synthèse

Un besoin de financement toujours très élevé

En 2019, l'État a émis 200 Md€ de titres à moyen et long terme pour financer majoritairement (60 %) le remboursement de titres arrivant à échéance mais également, à hauteur de 40 %, le déficit courant. Le besoin de financement s'élève à 220,5 Md€ en 2019 ; il augmente très significativement (+ 28,6 Md€) par rapport à 2018 et reste très supérieur au niveau prévalant avant la crise de 2008 (109 Md€ entre 2001 et 2007).

Une charge d'intérêts en légère diminution à la faveur de taux exceptionnellement bas

La persistance de taux d'intérêt historiquement bas, favorisée par la politique monétaire toujours très accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), a permis à l'État de faire diminuer la charge d'intérêts versés (39,1 Md€ après 40,4 Md€ en 2018 et 40,5 Md€ en 2017) en dépit d'un accroissement significatif (+ 66,4 Md€ soit + 3,8 %) de l'encours de sa dette. Le déficit budgétaire a excédé de 44 Md€ (1,8 point de PIB) le déficit stabilisant le poids de la dette dans le PIB (48,8 Md€, soit 2,0 points de PIB). La dette négociable d'État rapportée au PIB a ainsi augmenté de 0,7 point pour s'établir à 75,1 points de PIB à la fin de l'année 2019.

Une exécution inférieure à celle inscrite en LFI

La charge d'intérêts (39,1 Md€) s'est établie en 2019 à un niveau inférieur à l'inscription en LFI (41,1 Md€). Ces moindres dépenses proviennent d'une révision à la baisse des taux d'intérêt à trois mois et d'une révision à la baisse de l'inflation par rapport aux hypothèses retenues en LFI pour 2019. Cette sous-exécution par rapport à la LFI a fait l'objet d'une annulation de 1,6 Md€ de crédits hors titre 2 dans la loi de finances rectificative (1,6 Md€).

Des opérations de trésorerie toujours coûteuses

Les opérations de trésorerie sont restées déficitaires en 2019 (- 1,1 Md€), pratiquement au même niveau qu'en 2018 et 2017 (- 1,0 Md€). Comme les taux proposés par le marché monétaire sont restés plus négatifs que le taux de rémunération servi par la Banque de France, la trésorerie a été très largement maintenue sur le compte à la Banque de France et l'Agence France Trésor (AFT) n'a pas pu pleinement exercer ses capacités de gestion de la trésorerie de l'État. La rémunération des

dotations non consommables des investissements d'avenir selon un taux de marché prévalant lors de la conclusion des conventions avec les bénéficiaires a continué de peser de manière significative (0,8 Md€, à hauteur des années précédentes) sur le solde de ces opérations de trésorerie.

Une augmentation de la dette qui renforce l'exposition à une éventuelle remontée des taux d'intérêt

La progression ininterrompue de la dette de l'État l'expose à une forte hausse de ses charges financières dans l'hypothèse d'une remontée des taux d'intérêt. L'Agence France Trésor estime ainsi qu'une hausse d'un point de pourcentage de taux d'intérêt conduira à une majoration du service de la dette de 2,0 Md€ la première année et de 21,2 Md€ à l'horizon de 10 ans. L'allongement de la maturité de la dette a toutefois permis de contenir ce risque à court-moyen terme.

RECOMMANDATION

Recommandation n° 1 : dans le tableau de financement, distinguer le déficit budgétaire et le déficit à financer et expliciter le passage entre les deux montants.

Sommaire

Introduction 9

1 Les résultats de l'exercice 11

1.1 Le besoin de financement se situe toujours à un niveau élevé 11
1.2 Une nouvelle baisse des taux d'intérêt 15
1.3 Des émissions aux caractéristiques proches de celles des années précédentes 20
1.4 Une dette toujours très élevée 25
1.5 La soutenabilité à court et moyen terme 32
1.6 En 2019, l'AFT a poursuivi ses émissions de l'« obligation verte », faisant de la France la première entité émettrice de « titres verts » 33

2 Les grandes composantes des dépenses et des recettes 35

2.1 Des charges d'intérêts liées à la dette qui poursuivent leur diminution 35
2.2 Des conditions de rémunération dérogatoires pèsent sur les charges de trésorerie 37
2.3 Opérations de gestion active de la dette (swaps) 43

3 La conformité aux principes et règles du droit budgétaire 45

4 Les recommandations de la Cour 47

4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2018 47
4.2 Recommandation formulée au titre de la gestion 2019 47

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 d'échange de taux d'intérêt (« swaps »). Le montant de ces opérations (30 M€ de recettes et 4 M€ de dépenses en 2019), pour un encours d'1 Md€, reste toutefois très limité.

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 (LFI) pour 2019, 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 2019. La section 2 est néanmoins, comme les années précédentes, en excédent, les opérations de *swaps* 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 et OAT à taux fixe ou indexé) ainsi que la charge d'indexation des OAT (obligations assimilables du Trésor) 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 et 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 (bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté) 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 juin 2014. 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.

À titre accessoire, cette section du compte de commerce est, en fin d'année, excédentaire de 26,2 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 2019.

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

	Exécution 2018	LFI 2019	Exécution 2019
Recettes	43 322,9	43 718	42 049,1
Dépenses	43 298,1	43 693	42 022,9
Solde	24,8	25	26,2

Source : LFI 2019 et AFT

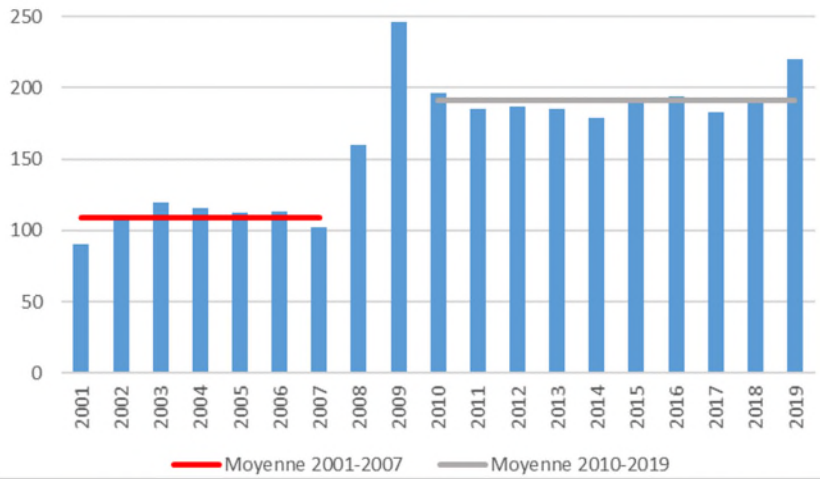
[1] Détail en partie 2.

1 Les résultats de l'exercice

1.1 Le besoin de financement se situe toujours à un niveau élevé

En 2019, le besoin de financement de l'État, correspondant à l'amortissement de la dette et au déficit à financer, s'est situé à un niveau très élevé (220,5 Md€) en très forte hausse (+ 28,6 Md€) par rapport à 2018. Entre 2010 et 2018, il a assez peu varié, en s'établissant en moyenne à 188 Md€ au cours de cette période. Le besoin de financement se situe toujours à un niveau très supérieur à celui atteint 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 approximativement reconstituée avant 2006 si bien qu'il existe une rupture de série, mais faible, en 2006.

En 2019, près de 60 % de ce besoin de financement découle du remboursement de titres arrivés à échéance, le solde s'explique par la nécessité de financer le déficit courant.

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

	Exécution 2017	Exécution 2018	LFI 2019	Exécution 2019
Besoin de financement (Md€)				
Amortissement de la dette à moyen et long terme	115,2	116,6	130,2	130,2
Déficit à financer	67,7	76,0	107,7	92,8
Autres besoins de trésorerie	0,2	-0,6	-1,3	-2,5
Total	**183,1**	**191,9**	**236,6**	**220,5**
Ressources de financement (Md€)				
Émissions de dette à moyen et long terme nettes des rachats	185,0	195,0	200,0	200,0
Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement	0	0	2,0	0
Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme	-7,5	-13,6	15,0	-6,0
Variation des dépôts des correspondants	4,7	9,8	11,0	11,5
Variation des disponibilités (1)	-9,2	-11,1	5,1	-5,7
Primes et décotes	9,6	10,8	3,0	19,9
Autres ressources de trésorerie	0,4	1,0	0,5	0,8
Total	**183,1**	**191,9**	**236,6**	**220,5**

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

Comme la Cour l'a déjà suggéré, la présentation du tableau de financement, voté en loi de finances et en loi de règlement, gagnerait à être aménagée. Les opérations budgétaires sans impact en trésorerie (très majoritairement l'indexation du capital des titres indexés), qui ont atteint 2,8 Md€ en 2019, 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.

La partie du tableau de financement décomposant le besoin de financement prendrait alors la forme suivante.

Tableau n° 3 : Décomposition souhaitable du besoin de financement (Md€)

	2016	2017	2018	2019
Amortissement de la dette à moyen/long terme	**124,9**	**115,2**	**116,6**	**130,2**
nominal	*124,5*	*112,8*	*115,9*	*128,9*
suppléments d'indexation versés à l'échéance	*0,4*	*2,4*	*0,7*	*1,3*
Amortissement des autres dettes	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Déficit à financer	**69,1**	**65,4**	**72,6**	**90,0**
déficit budgétaire	*69,1*	*67,7*	*76,0*	*92,8*
opérations budgétaires sans impact en trésorerie	*0,0*	*-2,3*	*-3,4*	*-2,8*
Autres besoins de trésorerie	**0,2**	**2,6**	**2,7**	**0,3**
Total besoin de financement	**194,1**	**183,1**	**191,9**	**220,5**

Source : Cour des comptes à partir des données AFT

Ce besoin de financement a été couvert par des émissions de dette à moyen et long terme (200,0 Md€). En ajoutant les émissions ayant financé le rachat de 45,6 Md€[2] de dette arrivant à échéance en 2020 et 2021, les émissions totales de titres à moyen et long terme ont atteint 245,6 Md€ en 2019.

Les encaissements de primes à l'émission, nettes des décotes à l'émission, se sont établies à un niveau très élevé (19,9 Md€ en 2019 après 10,8 Md€ en 2018). Cette ressource de trésorerie a permis de diminuer l'endettement à court terme. L'encours des titres à court terme (BTF) a diminué de 6 Md€ alors qu'une hausse de 15 Md€ était prévue en LFI. Le fort accroissement des dépôts des correspondants du Trésor (+ 11,5 Md€) a de nouveau contribué à accroître le solde du compte de l'État à la Banque de France.

[2] Sur un total de 47,4 Md€ de rachat y compris sur des titres à échéance l'année en cours (2019).

La croissance des dépôts des correspondants[3] en 2019 (+ 11,5 Md€) s'explique par la progression de l'encours des Banques centrales africaines (3,1 Md€) et des établissements publics nationaux (5,9 Md€)[4]. Les facteurs expliquant la dynamique de l'encours des dépôts des correspondant depuis plusieurs années restent à expliquer (cf. *infra*).

Tableau n° 4 : Encours et variation des dépôts des correspondants du Trésor (Md€)

	Encours fin 2018	Variation	Encours fin 2019
Collectivités et établissements publics locaux	61,0	0,6	61,6
dont			
régions	2,5	0,7	3,2
départements	7,2	0,2	7,4
communes	25,6	-0,4	25,3
EPCI	13,8	-0,1	13,8
autres	11,8	0,2	12,0
Hôpitaux	5,2	0,4	5,6
Établissements publics nationaux	22,3	5,9	28,2
Banques centrales africaines	12,3	3,1	15,4
Union européenne	2,1	1,1	3,3
Autres	14,0	0,4	14,5
Total	116,9	11,5	128,4

Source : Agence France Trésor

En exécution, le besoin de financement a été plus faible (de 16,1 Md€) que prévu en LFI principalement en raison d'un déficit budgétaire moins important qu'attendu (92,8 Md€ contre 107,7 Md€ prévu en LFI). Il s'inscrit néanmoins en nette hausse par rapport à 2018 (76 Md€)

[3] Les correspondants du trésor (collectivités locales et établissements publics, notamment) sont des organismes qui déposent des fonds au Trésor, de manière obligatoire ou facultative.

[4] En 2019, une partie de cette hausse pour les établissements publics nationaux provient notamment de la centralisation de la trésorerie de la Cades, pour +3,1 Md€ déposé au Trésor en 2019 et, plus marginalement, des programmes d'investissements d'avenir.

pour plusieurs raisons. En premier lieu, deux éléments ponctuels ont affecté le déficit budgétaire en 2019 : la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en allégement de cotisations sociales[5] et la mise en place du prélèvement à la source[6], qui accroissent temporairement le déficit budgétaire de respectivement 20 M€ et 6 Md€. En second lieu, des mesures de soutien au pouvoir d'achat en réponse à la crise sociale de décembre 2018 ont conduit à un déficit voté plus dégradé de 9 Md€ que celui figurant dans le projet de loi de finances présenté fin septembre 2018.

S'agissant des ressources de financement, le programme d'émission de moyen-long terme prévu en LFI a été respecté.

La forte baisse des taux d'intérêt à moyen-long terme entre le début de l'année et la fin de l'été 2019 a occasionné la réception en trésorerie de primes à l'émission pour un montant de 19,9 Md€, soit un montant nettement plus élevé que celui prévu en LFI (3 Md€). Ce montant est comparable à celui atteint au cours des années 2015 et 2016.

En 2020, le besoin de financement est attendu à 230,5 Md€ du fait d'amortissement de dettes de moyen-long-terme arrivant à échéance, à hauteur de 136,4 Md€ (en incluant le capital indexé attendu à échéance), et d'un déficit budgétaire prévisionnel de 93,1 Md€, financé à hauteur de 205 Md€ par des émissions à moyen et long terme.

1.2 Une nouvelle baisse des taux d'intérêt

En 2019, la Réserve Fédérale américaine (Fed) a mis un terme au resserrement de sa politique monétaire. En abaissant son taux directeur à trois reprises en 2019, la Fed est ainsi sortie du cycle de durcissement des conditions monétaires dans lequel elle était entrée en 2015 (hausse des taux directeurs à compter de cette année-là et réduction de son bilan à partir de la fin 2017).

La Banque centrale européenne (BCE) a aussi adapté sa politique monétaire à l'accroissement des incertitudes sur l'économie mondiale et à leurs effets sur le scénario macroéconomique en zone euro. En particulier,

[5] En 2019, les entreprises bénéficient à la fois du CICE au titre des salaires 2018 et de l'allégement de cotisations sur les salaires de 2019.

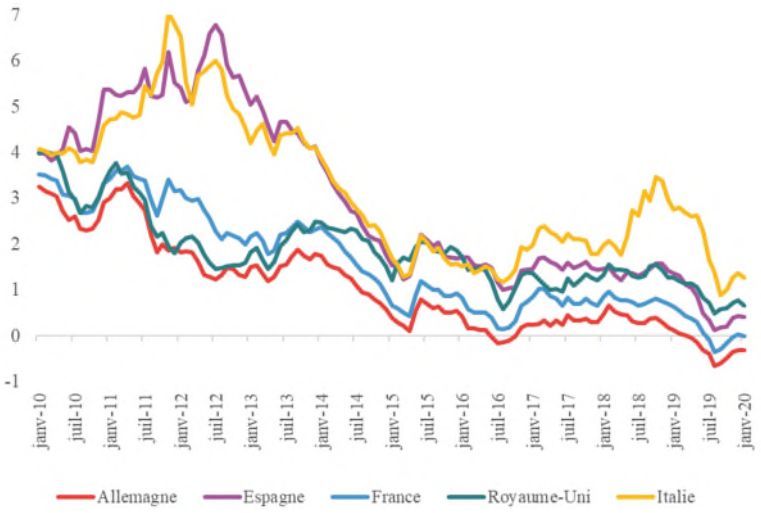
[6] La mise en place du prélèvement à la source conduit au décalage d'un mois de recettes (absence d'encaissements en janvier 2019) et donc à une perte équivalent en comptabilité budgétaire. En comptabilité générale et en comptabilité nationale, cette perte est en revanche compensée par le rattachement à l'année 2019 des impôts prélevés à la source en janvier 2020.

lors de sa réunion du 12 septembre 2019, la BCE a abaissé de -0,40 % à -0,50 % le taux de facilité de dépôt, et a décidé de relancer ses achats nets d'actifs. Les taux directeurs de la BCE devraient rester à leur niveau actuel (taux de dépôt à -50 point de base, taux principal de refinancement à 0 %) ou à un niveau inférieur jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent vers un niveau suffisamment proche de la cible de 2 %. Le maintien d'une politique accommodante de la part de la BCE se justifie notamment par les perspectives de croissance en zone euro et par la remontée très progressive des indices de prix dans ses prévisions macroéconomiques (l'inflation sous-jacente atteindrait 1,6 % en 2022 dans ses prévisions de décembre 2019).

Dans ce contexte, les taux d'intérêt des principaux pays européens ont amorcé un mouvement de baisse jusqu'à l'été 2019 avant de remonter légèrement au cours des quatre derniers mois.

L'Italie qui avait été pénalisée par des incertitudes politiques (formation de la coalition) et budgétaires (dialogue avec la Commission sur son budget pour 2019) entre le printemps 2018 et l'été 2019 a retrouvé fin 2019 un différentiel de taux avec l'Allemagne proche de celui observé au début de l'année 2018 (160 points de base en moyenne).

Graphique n° 2 : Taux d'intérêt souverains à 10 ans (en %)



Source : BCE

En France, les variations du taux de l'OAT à dix ans au cours de l'année 2019 ont été marquées par deux temps distincts[7] : proche de 0,7 % en début d'année, le taux de l'OAT à dix ans a reculé progressivement pour atteindre -0,44 % à la fin du mois d'août avant d'entamer une remontée pour s'établir à 0,12 % à la fin du mois de décembre.

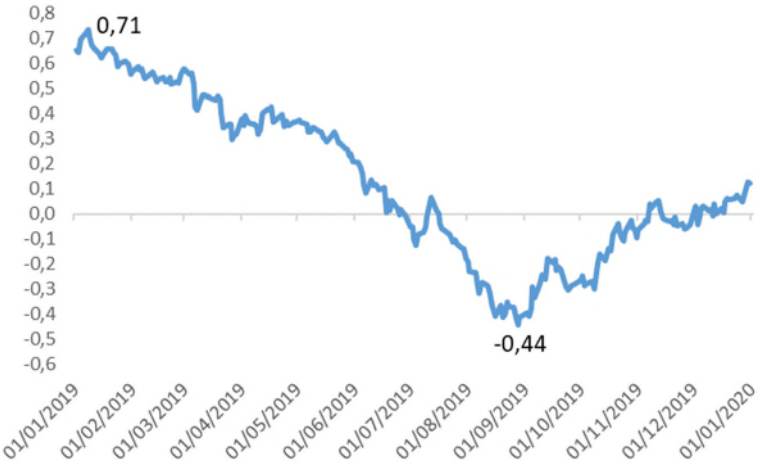
Durant les huit premiers mois de l'année, les incertitudes relatives aux développements de l'activité économique mondiale, l'approche de la date limite du *Brexit* ainsi que les tensions commerciales ont entraîné une aversion pour le risque qui a bénéficié aux dettes des pays cœur de la zone euro, notamment de l'Allemagne et de la France (épisodes de « fuite vers la qualité »). Dans ce contexte, le marché de dette français s'est révélé très attractif, bénéficiant de la qualité de crédit de la France et de la liquidité de la dette française.

Le taux de l'OAT à dix ans est ainsi devenu négatif entre le début de l'été et le début du mois de novembre pour la première fois de son histoire. Il s'est établi à -0,40 % en moyenne pendant la deuxième moitié du mois d'août 2019.

Les quatre derniers mois de l'année ont été marqués par un mouvement d'appétit pour le risque (forte augmentation des marchés actions, arbitrage entre classe d'actifs au détriment des actifs sûrs comme les obligations souveraines et au bénéfice des marchés actions) qui a eu tendance à favoriser une hausse des taux souverains en zone euro.

[7] Des mouvements du même type ont été observés pour les taux d'intérêt des principaux pays européens ; l'amplitude des variations a varié selon les pays.

Graphique n° 3 : Évolution du taux de l'OAT 10 ans en 2019 (en %)

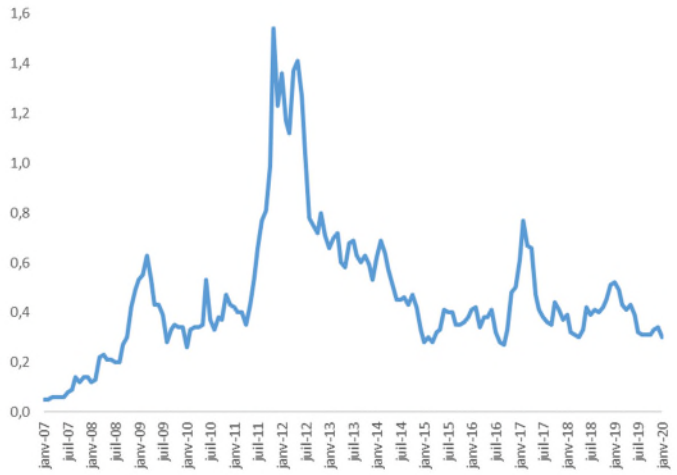


Source : Banque de France

L'écart de taux (*spread*) avec l'Allemagne s'est resserré lors de l'épisode de « fuite vers la qualité » observé au cours de la première partie de l'année 2019. Le spread a ainsi baissé de l'ordre de 15 points de base entre janvier et fin juin 2019.

En fin d'année, les spreads français ont été stables dans un contexte de remontée des taux. Le spread à 10 ans contre Allemagne a ainsi évolué autour de 30 points de base entre juillet et décembre 2019.

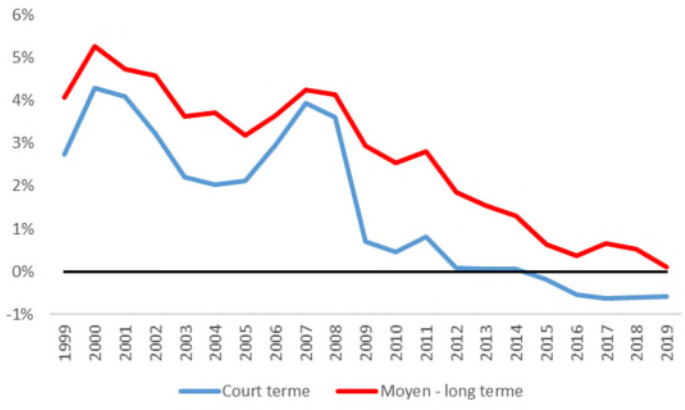
Graphique n° 4 : Écart de taux (*spread*) à dix ans avec l'Allemagne (en %)



Source : BCE

Dans cet environnement de marché toujours très favorable, l'Agence France Trésor a pu procéder à ses émissions dans de très bonnes conditions. Les émissions à court terme ont été réalisées à un taux (- 0,58 % en moyenne) très proche de celui des deux années précédentes (- 0,61 % en moyenne) tandis que les émissions à moyen et long terme, pourtant déjà réalisées à un taux très bas en 2018 (0,53 % en moyenne), ont été effectuées en 2019 à des conditions encore plus favorables (0,11 % en moyenne).

Graphique n° 5 : Taux moyen à l'émission

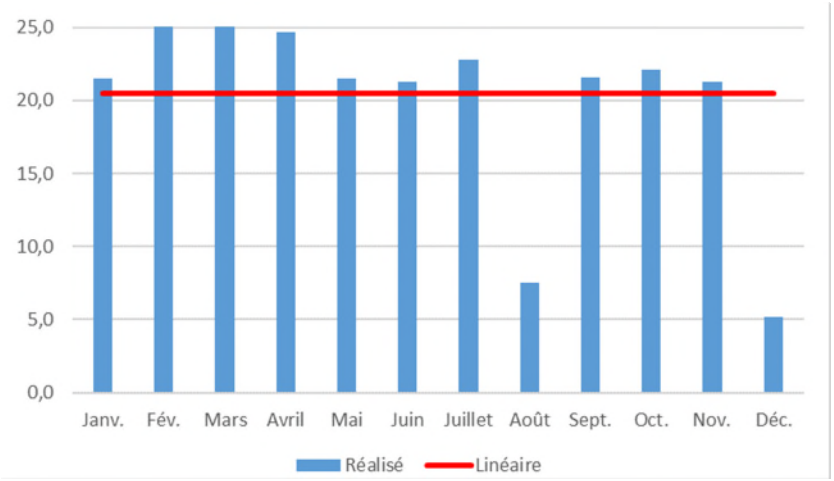


Source : Agence France Trésor

1.3 Des émissions aux caractéristiques proches de celles des années précédentes

Comme les années précédentes, les émissions ont été majoritairement réalisées durant la première partie de l'année pour, d'une part, sécuriser le financement de l'État et, d'autre part, correspondre aux besoins des investisseurs et à la liquidité sur les marchés (faible en août en décembre). C'est ainsi que la moitié des émissions de l'année ont été réalisées fin mai 2019 et 68 % des émissions de l'année ont été réalisées durant les sept premiers mois, à un niveau très légèrement supérieur à l'année précédente.

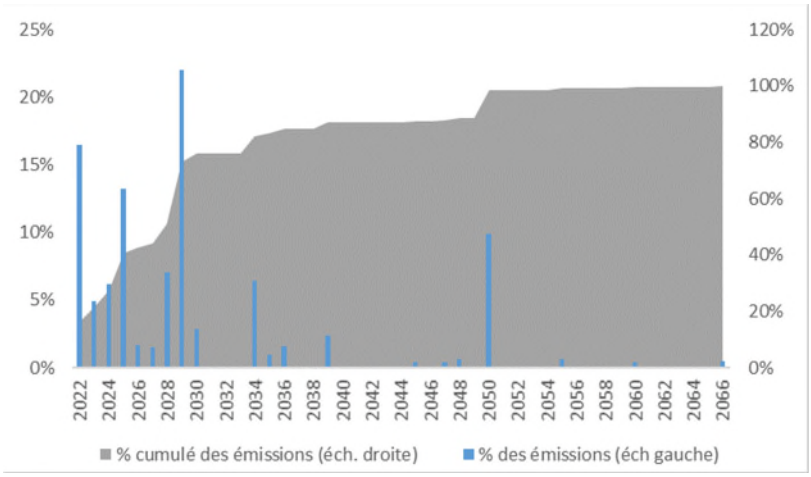
Graphique n° 6 : Montant mensuel des émissions en 2019 (en Md€)



Source : Agence France Trésor

Près de 73 % des titres émis arriveront à échéance dans les dix prochaines années tandis qu'une très faible minorité (1,6 %) sont de maturité supérieure à 30 ans. La maturité moyenne des émissions à moyen et long terme, de 11,1 ans, excède la durée moyenne de l'encours de ces titres à la fin de l'année 2018 (8,4 années) si bien que ces émissions ont contribué à augmenter la durée de vie de la dette en 2019 (cf. infra).

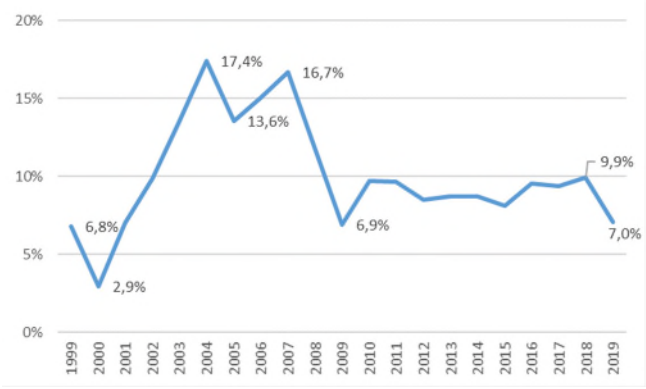
Graphique n° 7 : Répartition par année d'échéance des émissions à moyen et long terme réalisées en 2019



Source : Agence France Trésor

Depuis 2010, l'AFT a émis chaque année environ 10 % de la dette à moyen et long terme sous forme de titres indexés sur l'inflation en France et en zone euro. Ces titres visent à répondre à la demande d'investisseurs souhaitant couvrir la valeur de leur investissement contre l'inflation ou diversifier leur portefeuille. La part des titres à moyen long terme indexés sur l'inflation a cependant diminué en 2019 (7,0 %). Des anticipations d'inflation revues en baisse ont en effet provoqué une baisse de l'intérêt des investisseurs pour ces instruments indexés.

Graphique n° 8 : Part des titres à moyen et long terme indexés sur l'inflation



Source : Agence France Trésor

En 2019, 21,4 Md€ de primes et 0,2 Md€ de décotes ont été enregistrées à l'émission de titres de moyen-long terme, pour un total net reçu de 21,2 Md€[8]. Ce montant est nettement supérieur à celui perçu en 2018 (11,3 Md€). Après deux années de relative stabilité des taux, la forte baisse observée en première partie d'année 2019 (le taux à 10 ans a chuté de près de 110 points de base, de 0,7 % début janvier à -0,4 % fin août 2019) est à l'origine des montants substantiels des primes à l'émission. Celles-ci s'établissent à un niveau comparable à celui de 2015 et 2016, qui furent elles aussi concernées par de fortes baisses des taux d'intérêt.

Tableau n° 5 : Primes, nettes des décotes (Md€)

	Souches de référence	Souches anciennes	Titres indexés	Primes et décotes à l'émission	Primes et décotes sur les rachats de titres	Primes et décotes totales
2016	6,0	12	2,8	20,8	0,8	20,0
2017	1,2	6,9	2,5	10,5	0,9	9,6
2018	0,7	7,5	3,1	11,3	0,5	10,8
2019	8,0	11,0	2,2	21,2	1,3	19,9

Source : Agence France Trésor

[8] Ce montant, relatif aux seules primes nettes des décotes encaissées à l'émission, s'écarte du montant figurant dans le tableau de financement (19,9 Md€ en 2019) qui prend également en compte les primes et décotes sur les rachats de titres.

Les primes nettes de décotes sur souches anciennes ont sensiblement augmenté (+ 11,0 Md€ après + 7,5 Md€). Les primes nettes de décotes sur des titres de référence ont pour leur part fortement augmenté (+ 8,0 Md€ en 2019 après + 0,7 Md€ en 2018). L'écart entre taux de coupon et taux de marché à l'émission sur les titres de référence qui était de 6 points de base en 2018 a augmenté pour s'établir à 37 points de base en 2019 (tableau 6). Les primes à l'émission sur titres indexés ont légèrement diminué par rapport à 2018, l'écart entre le taux de coupon et le taux de marché des titres indexés étant quasiment inchangé entre 2018 et 2019.

Tableau n° 6 : Répartition des titres émis

	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
2017	160,4	0,09%	32,8	2,16%	20,0	1,24%
2018	148,7	0,06%	54,3	1,41%	22,4	1,39%
2019	175,3	0,37%	53,0	2,11%	17,3	1,41%

Source : Agence France Trésor

De nouveau, le niveau de primes, nettes des décotes, sur les émissions et rachats, a été très supérieur au montant inscrit dans le tableau de financement de la loi de finances initiale (19,9 Md€ contre 3 Md€). Cette prévision est toutefois délicate étant donné sa sensibilité à l'environnement de taux et aux caractéristiques des titres émis (taux de coupon et maturité).

Tableau n° 7 : Primes nettes des décotes (Md€)

	2017	**2018**	**2019**	**2020**
LFI	4,0	3,0	3,0	3,0
Exécution	9,6	10,8	19,9	

Source : Agence France Trésor

Lorsque les taux d'intérêt remonteront, le montant des décotes devrait alors à l'inverse excéder celui des primes, les abondements sur souches anciennes se faisant alors à des taux plus faibles que les taux de marché du moment.

Un montant des primes et décotes très substantiel depuis 2015

Les émissions de titres donnent lieu à l'encaissement de primes ou de décotes lorsque leur taux de coupon est différent du taux de marché. Elles compensent la différence, sur la durée de vie du titre, entre les montants des coupons versés et ceux qui l'auraient été dans le cas d'une émission au taux du marché. Si le coupon servi est supérieur au taux de marché à l'émission, les souscripteurs paient à l'émission un prix d'achat supérieur à la somme qui sera remboursée à échéance (la valeur faciale du titre ou « pair ») : une « prime à l'émission » est alors enregistrée. Dans le cas contraire, une « décote à l'émission » apparaît (l'État reçoit moins que la valeur faciale du titre).

Les primes d'émission conduisent à des encaissements qui viennent réduire le besoin de financement de l'État, ce qui se traduit donc, toutes choses égales par ailleurs, par une réduction équivalente de la dette publique de l'année. Ce gain initial se résorbe progressivement, au fur et à mesure que les coupons versés à des taux supérieurs aux taux de marché accroissent le besoin de financement de l'État.

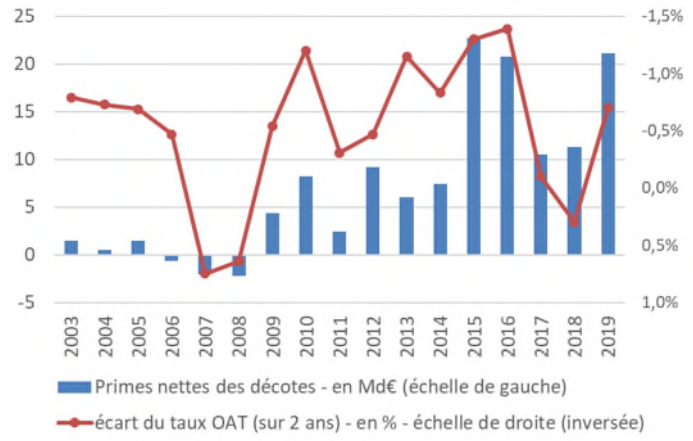
Les primes et décotes sont ainsi liées à l'évolution des taux d'intérêt. En raison de la baisse tendancielle des taux d'intérêt au cours des dernières années, l'État a enregistré des montant important de primes (et versé des montants limités de décotes). Une analyse rétrospective sur les emprunts à 10 ans illustre qu'en moyenne les taux de coupons sont très proches des taux de marché la semaine précédant la première émission (création des souches d'emprunt). La stratégie d'émission ne comporte ainsi pas de biais opportuniste de ce point de vue sur les titres de cette maturité.

Graphique n° 9 : Taux des coupons et taux moyens sur les jours précédant les émissions (titre d'échéance 10 ans)

Source : Cour des comptes à partir de données de l'AFT et de la Banque de France

L'analyse des données d'émission et de réémission de titres fait ressortir que le délai moyen de réémission d'un titre est de 2 ans, à partir du moment où ce titre est réémis. Ainsi, le montant des primes nettes des décotes observé depuis 2015 apparaît bien corrélé avec la variation sur deux ans du taux des OAT (cf. graphique). Le montant des primes et décotes représente pour la seule année 2019 0,8 point de PIB. L'effet des primes en diminution de dette publique se réduit à mesure du paiement de coupons à taux plus élevés que les taux de marché à l'émission. À la fin 2019, l'effet résiduel sur la dette publique (qui s'élève à 98,1 points de PIB pour les administrations publiques dans leur ensemble en 2019) correspond à une diminution de l'ordre de 3,2 points de PIB.

Graphique n° 10 : Primes nettes des décotes et variation sur deux ans du taux des OAT à 10 ans



Source : Cour des comptes à partir de données de l'AFT et de la Banque de France

1.4 Une dette toujours très élevée

En 2019, en raison d'un déficit budgétaire à financer élevé (92,8 Md€), la dette a progressé de 66,4 Md€ pour s'établir à 1822,8 Md€ à la fin de l'année.

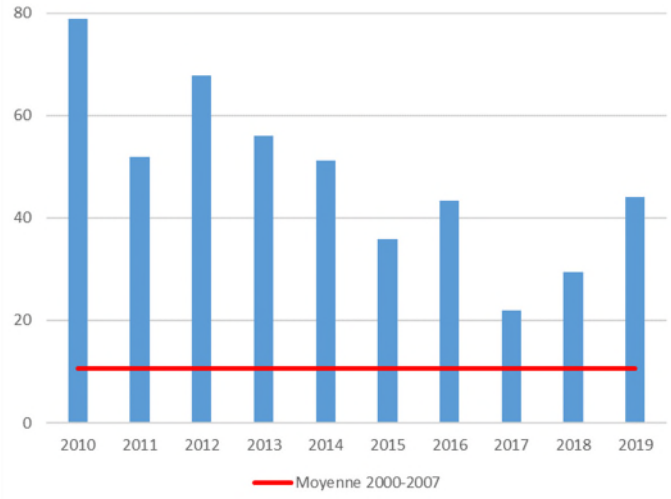
Tableau n° 8 : Encours de dette de l'État (en Md€)

	2017	2018	2019
Encours de dette	1 686,1	1 756,4	1 822,8
Titres à moyen/long terme	1 559,6	1 643,5	1 715,9
dont titres indexés	201,7	219,6	226,4
Titres à court terme	126,5	112,9	106,9
Part des titres indexés	12,0%	12,5%	12,4%
Part des titres à moyen/long terme	92,5%	93,6%	94,1%

Source : Agence France Trésor

Le déficit budgétaire a excédé de 44 Md€ (1,8 point de PIB) le déficit stabilisant le poids de la dette dans le PIB si bien que, malgré des primes à l'émission de l'ordre de 0,8 point de PIB et la hausse des autres recettes de trésorerie, la dette de l'État, rapportée au PIB, a progressé de 0,7 point pour atteindre 75,1 points de PIB à la fin de l'année 2019. L'écart au solde stabilisant s'est accru de 14,6 Md€ par rapport à l'année précédente et est resté supérieur de 33,4 Md€ à son niveau d'avant la crise.

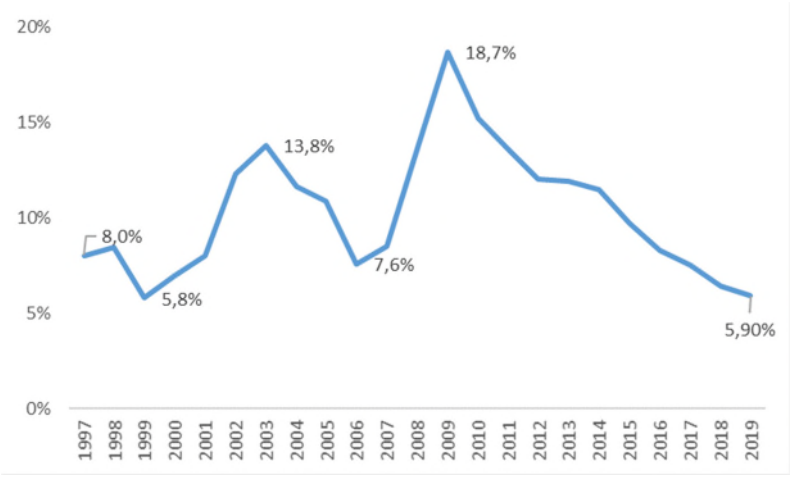
Graphique n° 11 : Écart entre le déficit budgétaire et le déficit budgétaire stabilisant la dette rapportée au PIB (Md€)



Source : Cour des comptes

Le recul de la dette à court terme (-6,0 Md€), permis par l'encaissement de primes à l'émission importantes, fait reculer la part de ces titres dans l'encours de dette à la fin de l'année 2019 à 5,9 %, un niveau nettement inférieur à la moyenne de ces 20 dernières années.

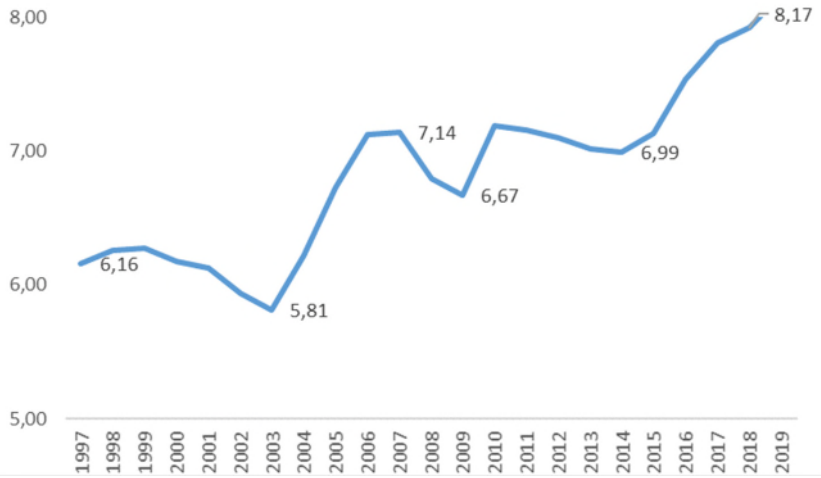
Graphique n° 12 : Part de la dette à court terme (BTF)



Source : Agence France Trésor

Ce repli, conjugué à la maturité moyenne des titres émis en 2019, entraîne une nouvelle hausse de la durée de vie moyenne de la dette de l'État qui a atteint, à la fin de l'année 2019, un sommet (8 ans et 2 mois).

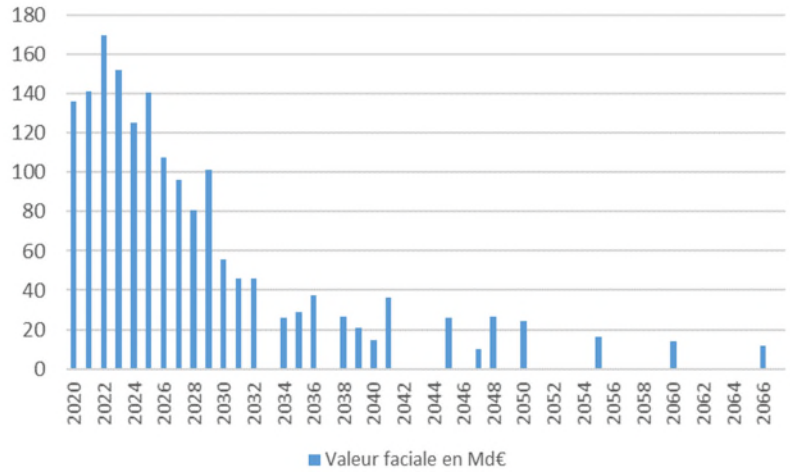
Graphique n° 13 : Durée de vie moyenne de la dette (en années)



Source : Agence France Trésor

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 2023, près d'un tiers (34,9 %) de la dette à moyen et long terme devra être remboursé tandis que plus des trois quarts (76,1 %) arrivera à échéance à l'horizon 2030. En procédant à des rachats de titres arrivant à échéance l'année en cours (*N*), et les deux années suivantes (*N+1* et *N+2*) comme elle le fait de manière régulière, l'AFT pourra néanmoins rééchelonner les arrivées à l'échéance substantielles des prochaines années.

Graphique n° 14 : Dette de moyen-long terme arrivée à l'échéance par année



Source : Cour des comptes à partir de données de l'Agence France Trésor
Note : les calculs sont fondés sur la dette de moyen long-terme et excluent les encours de BTF pour l'année 2020.

En 2019, les rachats d'OAT ont été particulièrement importants (47,4 Md€, dont 1,8 Md€ de titres à échéance 2019, 30,5 Md€ de titres à échéance 2020 et 15,1 Md€ de titres à échéance 2021[9]), contre 30 Md€ en moyenne entre 2016 et 2018. Ces rachats, neutralisés dans le tableau de financement adopté en LFI, ne donnent pas lieu à un objectif en LFI[10]. L'AFT les explique notamment par la demande du marché en titres longs.

Les rachats opérés en 2019 sont sensiblement plus élevés que ceux observés au cours des années récentes : entre 2014 et 2018, ces rachats se sont établis à près de 30 Md€ en moyenne (si l'on exclut l'année 2015)[11].

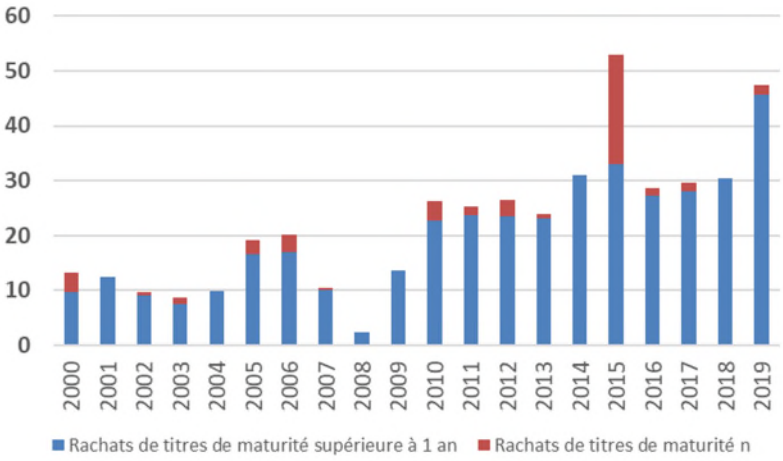
[9] Les primes payées sur ces rachats (écart entre le prix payé au rachat et la valeur faciale des titres, enregistrées en comptabilité en « pertes sur rachats ») se sont élevées au total à 1,25 Md€ en 2019.

[10] Par ailleurs, aucun montant prévisionnel n'est transmis à ce titre aux SVT.

[11] Les rachats très élevés observés en 2015 s'expliquent par les rachats de titres arrivant à échéance l'année en cours (pour 20 Md€, dont 12 Md€ de BTF). Ces rachats de titres arrivant à échéance en année N s'apparentent à des placements de la trésorerie. Ils s'insèrent donc dans la stratégie générale de placement de la trésorerie de l'État. Selon l'AFT, ces rachats infra-annuels étaient en 2015 intéressants dans un contexte où les taux sur titres d'État à court terme restaient supérieurs à la rémunération des liquidités.

Cette demande d'OAT, observable dès le début d'année 2019, a conduit à des liquidités supplémentaires que l'AFT a décidé d'utiliser, dans le cadre de l'autorisation parlementaire, à racheter certains titres en fonction de la demande du marché et à lisser les tombées de souche ancienne de volume important, c'est-à-dire à racheter les tombées de souche les plus importantes afin de ne pas subir d'à-coups de trésorerie dans les années à venir, certaines souches représentant des montants de plus de 40 Md€[12].

Graphique n° 15 : Rachats de titres de dette (en Md€)

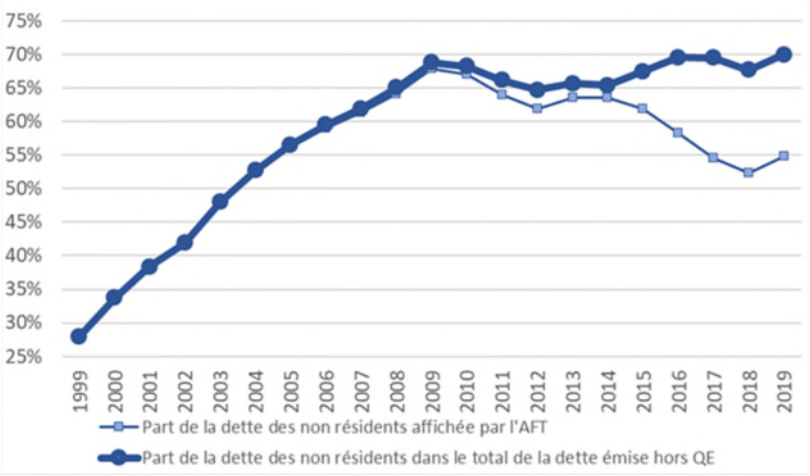


Source : Agence France Trésor

L'achat de titres publics par la BCE dans le cadre de ses opérations de politique monétaire non conventionnelle a fait reculer la part détenue par les non-résidents depuis 2014. La réduction du programme d'achats nets de la BCE puis son arrêt fin 2018 (avant sa reprise en novembre 2019), conjugués au maintien d'une demande soutenue et variée de la part d'investisseurs internationaux, ont contribué au relèvement de la part détenue par les non-résidents en 2019.

[12] À titre de comparaison, l'AFT n'émet généralement pas plus de 10-12 Md€ par adjudication bimensuelle de titres à moyen-long terme, soit moins de 25 Md€ par mois.

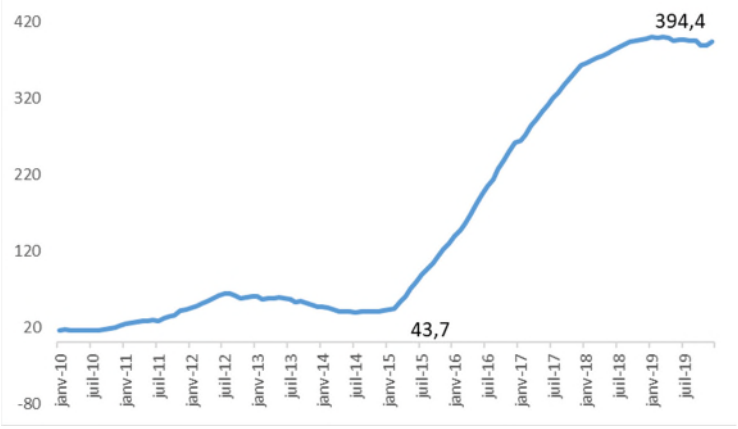
Graphique n° 16 : Part de la dette de l'État détenue par les non-résidents



Source : Cour des comptes à partir de données de l'Agence France Trésor et de la Banque de France

À fin décembre 2019, la Banque de France détenait pour 394 Md€ de titres émis par des administrations publiques, sur un total de 2 380 Md€ de titres en circulation, soit une proportion de l'ordre de 17 % des titres détenus par la banque centrale. Après avoir fortement augmenté entre 2015 et 2018 les montants détenus par la Banque de France se sont quasiment stabilisés à un montant légèrement inférieur à 400 Md€ depuis la fin de l'année 2018.

Graphique n° 17 : Dette des administrations publiques détenue par la Banque de France (en Md€)



Source : Banque de France

En revanche, les BTF, que leur maturité inférieure à un an rend inéligibles au programme d'achats de la BCE, sont très majoritairement (89,7 %) détenus par les non-résidents.

1.5 La soutenabilité à court et moyen terme

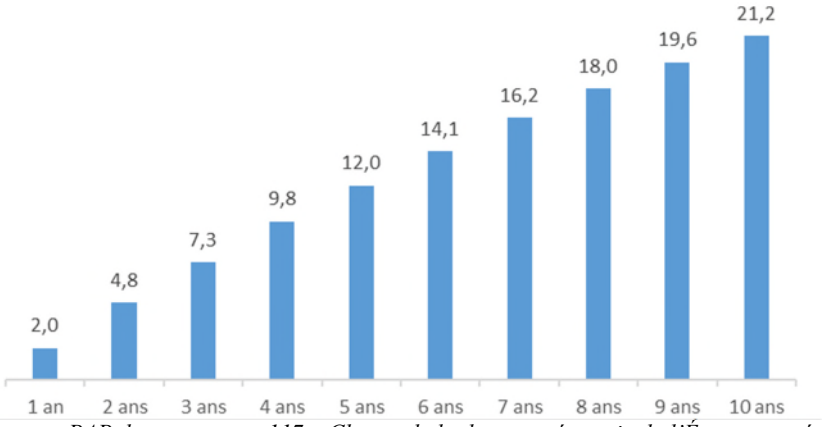
Les hypothèses de remontée des taux d'intérêt de la LFI pour 2020 (les taux des BTF à trois mois s'établirait à -0,50 % en moyenne annuelle et le taux des OAT à dix ans atteindrait 0,70 % à la fin de l'année 2020) apparaissent comme prudentes[13]. De même, les derniers éléments disponibles[14] conduisent à anticiper une inflation plus faible que l'hypothèse retenue en loi de finances initiale. L'inscription de la charge d'intérêts pour 2020 apparaît ainsi prudente.

La forte croissance de la dette de l'État depuis la crise de 2008 (+ 98 %) le rend très vulnérable à une hausse des taux. L'AFT estime qu'une hausse d'un point des taux d'intérêt renchérirait la charge d'intérêts de 2,0 Md€ la première année, 4,8 Md€ la deuxième année et 21,2 Md€ à l'horizon de 10 ans.

[13] À la mi-février 2020, le taux des BTF 3 mois atteignait -0,61 % et celui des OAT à 10 ans -0,14 %.

[14] Dans sa note de conjoncture de décembre 2019, l'Insee attend, à la fin du premier semestre 2019, une inflation hors tabac en France de 0,8 % et une inflation en zone euro de 0,8 %.

Graphique n° 18 : Impact d'un choc de taux à la hausse de 1 % sur la charge d'intérêts maastrichtienne[15] de la dette de l'État (Md€)



Source : PAP du programme 117 – Charge de la dette et trésorerie de l'État - annexé au PLF pour 2020.

1.6 En 2019, l'AFT a poursuivi ses émissions de l'« obligation verte », faisant de la France la première entité émettrice de « titres verts »

En 2019, l'AFT a poursuivi ses émissions de « l'obligation verte » auxquelles elle avait procédé pour la première fois en 2017. Les trois émissions réalisées par adjudication en 2019, pour un montant de 5,9 Md€ ont porté le total de la « dette verte » à 20,7 Md€ à la fin de l'année 2019. Cela fait de la France la première entité débitrice de « titres verts », avant la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KFW) dont l'encours s'est établit à 20,0 Md€ et la Banque européenne d'investissement (BEI) dont l'encours a atteint 19,5 Md€ à la fin de l'année 2019[16].

L'émission inaugurale de l'OAT verte et les abondements subséquents se sont faits dans des conditions de financement un peu plus

[15] 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.

[16] Source : Bloomberg.

favorables que celles de titres de dette de maturité similaire. À l'occasion des sept abondements, il est à noter un léger différentiel de taux en faveur de l'OAT verte, par rapport à ce qu'aurait été le taux théorique, pour une obligation de même maturité ou de même duration. Ainsi la banque HSBC dans une note récente[17] évalue une « prime verte » de l'ordre de 3 points de base pour les émissions réalisées par l'AFT. Cela pourrait s'expliquer par la demande un peu plus forte pour ce produit. Compte tenu du montant total des émissions, ceci correspond approximativement à une économie budgétaire de 6 M€ par an. Ce bénéfice permet de couvrir les coûts administratifs induits par la gestion de l'OAT verte, qui restent modérés.

L'association de financements à des dépenses à finalité environnementale demeure toutefois conventionnelle dans la mesure où ces dépenses sont réalisées dans le cadre du budget de l'État, sans affectation de sources de financement dédiés, conformément au principe d'universalité budgétaire.

Le montant des dépenses vertes éligibles pour les émissions de 2020 est de 8 Md€. En 2020, l'AFT prévoit de continuer d'abonder l'obligation souveraine verte française au gré de la demande de marché. Cependant, le montant prévisionnel des dépenses vertes éligibles pour 2020 ne permet pas d'envisager de surcroît l'émission d'une nouvelle souche. En revanche, du fait de la clôture du compte d'affectation spéciale Transition énergétique au 1er janvier 2021, actée dans la loi de finances initiale pour 2020, les dépenses de l'État en faveur des énergies renouvelables pourraient en 2021 devenir éligibles à l'OAT verte et accroître de plus de 5 Md€ les dépenses éligibles à cet horizon. Le montant des dépenses éligibles serait alors plus élevé et l'émission d'une nouvelle souche envisageable.

[17]Dominic Kini, « *Green Bond Insights: Green bonds in 2020 – great deal more*?», HSBC Global Research, 27 janvier 2020.

2 Les grandes composantes des dépenses et des recettes

2.1 Des charges d'intérêts liées à la dette qui poursuivent leur diminution

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

Tableau n° 9 : Dépenses et recettes relatives à la dette

<table>
<tr><th>Dépenses</th><th>M€</th><th>Recettes</th><th>M€</th></tr>
<tr><td>Intérêts des OAT hors OAT indexées</td><td>34 837</td><td>Coupons courus des OAT[18]</td><td>1 080</td></tr>
<tr><td>Intérêts des OAT indexées</td><td>3 141</td><td rowspan="2">Produit des émissions de BTF à taux d'intérêt négatif</td><td rowspan="2">664</td></tr>
<tr><td>Charge d'indexation du capital des OAT indexées[19]</td><td>2 764</td></tr>
<tr><td>Frais et commissions</td><td>18</td><td rowspan="2">Intérêts sur les instruments fi. à terme au titre de la couverture des risques affectant les titres d'État et les dettes reprises par l'État</td><td rowspan="2">19</td></tr>
<tr><td>Intérêts sur autres dettes reprises par l'État</td><td>99</td></tr>
<tr><td>Total</td><td>40 858</td><td></td><td>1 763</td></tr>
<tr><td>Solde avant versement du budget général</td><td>-39 095</td><td>Versement du budget général</td><td>39 095</td></tr>
<tr><td>Solde après versement du budget général</td><td>0</td><td></td><td></td></tr>
</table>

Source : Agence France Trésor

Les dépenses relatives à la charge de la dette représentent un total de 40,9 Md€ et correspondent essentiellement à des dépenses d'intérêts d'OAT à long terme (38,0 Md€) et de la capitalisation des intérêts des obligations indexées (2,8 Md€). À l'inverse, le compte spécial enregistre des recettes de coupons courus (correspondant aux reprises des provisions

[18] Ces recettes perçues lors des émissions de titres sont liées à la technique de l'assimilation : tous les titres versant indifféremment un coupon annuel entier à date anniversaire, lors des émissions d'OAT (qui n'interviennent pas à date anniversaire des titres), la partie d'année ne correspondant pas à une période de détention est remboursée à l'avance par les acheteurs.

[19] Accroissement du capital, à rembourser à échéance, au même rythme que l'accroissement des prix à la consommation

de l'année précédente), à hauteur de 1,1 Md€, et des recettes liées aux taux d'intérêts négatifs sur les BTF (0,7 Md€).

Cette charge d'intérêts a fortement diminué entre 2018 et 2019, de 1,4 Md€. Cette diminution est essentiellement liée à la poursuite de la baisse des taux d'intérêt (-1,6 Md€) et à la diminution de l'inflation (-0,8 Md€). Ces effets ont plus que compensé l'impact de l'accroissement du volume de dette de l'État (+1,0 Md€).

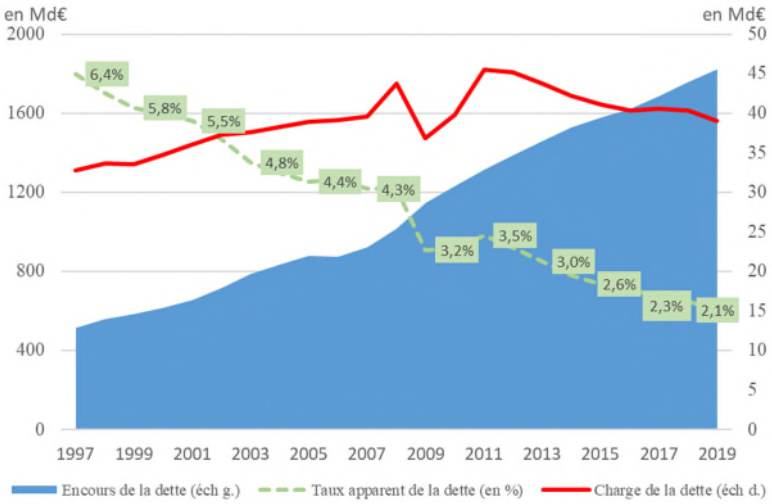
Tableau n° 10 : Décomposition de l'évolution de la charge d'intérêts de la dette négociable (Md€)

	2015	2016	2017	2018	2019
Charge d'intérêts N-1	**42,2**	**41,1**	**40,3**	**40,5**	**40,4**
Effet volume	1,3	1,2	0,7	0,8	1,0
Effet taux	-1,8	-1,4	-2,4	-2,0	-1,6
Effet inflation	-0,5	-0,5	2,2	1,0	-0,8
Autre	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1
Charge d'intérêts N	**41,1**	**40,3**	**40,5**	**40,4**	**39,0**
Variation	**-1,1**	**-0,8**	**0,2**	**-0,2**	**-1,4**

Source : Agence France Trésor

De ce fait, le taux apparent de la dette, c'est-à-dire le rapport entre la charge totale d'intérêts versées et la dette totale émise par l'État, a de nouveau diminué en 2019 pour s'établir à 2,1 %.

Graphique n° 19 : Encours de dette de l'État, charge d'intérêts et taux apparent associés



Source : Agence France Trésor

Comparativement à la LFI pour 2019 (41,0 Md€ sur la dette négociable), la charge budgétaire a très nettement diminué en exécution (39,0 Md€). Cette diminution avait été en grande partie prise en compte en LFR, avec un abaissement de 1,6 Md€ de la prévision de LFI.

La diminution de la charge d'intérêts par rapport à la LFI est essentiellement due à l'inflation plus faible qu'attendue (impact de -0,7 Md€) et à des taux d'intérêt de court terme plus bas qu'anticipé (- 0,9 Md€). L'allègement de la charge d'intérêts sur titres de moyen long terme se limite toutefois à -0,3 Md€ par rapport à la prévision de LFI, la charge de l'année d'émission étant peu sensible aux conditions de taux de la même année.

2.2 Des conditions de rémunération dérogatoires pèsent sur les charges de 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 :

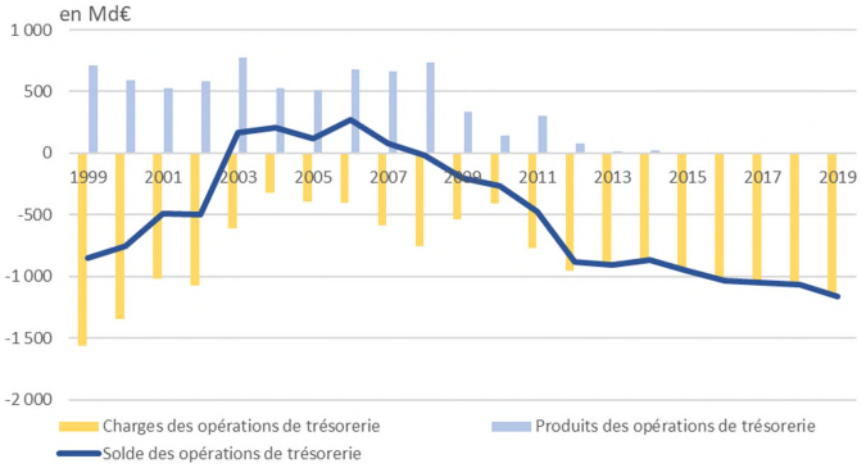
Tableau n° 11 : Dépenses et recettes relatives à la gestion de la trésorerie

Dépenses	M€	Recettes	M€
Gestion de la trésorerie : intérêts des comptes de dépôts des correspondants du Trésor et assimilés	177	Gestion de la trésorerie : rémunération des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées	-
Gestion de la trésorerie : intérêts résultant des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées	37		
Gestion de la trésorerie : intérêts du compte courant du Trésor à la Banque de France	194	Recettes diverses	-
Rémunération des fonds non consommables versés par l'État	752		
Total	**-1 160**		**0**
Solde avant équilibrage	**-1 160**	Versement du budget général	**1 160**
Solde après équilibrage	**0**		

Source : Agence France Trésor

Le solde des opérations de trésorerie, a poursuivi sa dégradation par rapport aux années précédentes, du fait de la baisse des taux d'intérêt. Ce solde est négatif depuis 2008, à la fois parce que la rémunération de la trésorerie de l'État placée à la Banque de France, auprès de contreparties bancaires ou encore sous forme de prêts sans collatéral est désormais négative et parce que la rémunération des fonds non consommables versés par l'État (dans le cadre des programmes d'investissements d'avenir, ou PIA pour 17,0 Md€, et du Plan Campus, pour 4,9 Md€) principalement entre 2010 et 2012 reste elle très positive.

Graphique n° 20 : Solde des opérations de trésorerie



Source : Cour des comptes à partir de données Agence France Trésor

La majorité des conventions signées entre l'État et les opérateurs prévoyant que les dotations non consommables devaient être 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. Or, la plupart des dotations non consommables susceptibles d'arriver à échéance en 2020 ont été prorogées. La Cour avait pourtant recommandé que, dans le cadre de l'arrivée à échéance des conventions et si les besoins de nouveaux financements sont avérés, l'État devait 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[20] 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.

[20] S'agissant des fonds libres provenant de libéralités ou d'aliénation d'éléments du patrimoine.

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.

Sur la seule année 2019, la hausse des intérêts des comptes des déposants (de 49 M€ d'une année sur l'autre) est principalement due à la rémunération par l'État des dépôts du fonds pour l'innovation et l'industrie (FII), pour une première année pleine en 2019.

Tableau n° 12 : Intérêts des comptes des déposants (M€)

	2017	**2018**	**2019**
Fonds de garantie BPI	47,8	42,6	90,7
Banques centrales africaines	38,5	54,8	62,6
Compte de dépôt de l'IEOM	39,2	29,8	23,0
Autres	0,3	0,3	0,3
Total	125,8	127,6	176,7

Source : Agence France Trésor

Les « fonds de garantie » (actifs sécurisant des garanties accordées par BPI Financement) déposés au Trésor par la BPI peuvent l'être sur des comptes ouverts pour une durée déterminée (entre 2 ans et 15 ans), en étant rémunérés au taux des emprunts d'État sur cette maturité[21] au moment de l'ouverture du compte. La maturité moyenne des comptes ouverts ne peut dépasser 6 années. Lorsque ces comptes arrivent à échéance, BPI Financement peut replacer les fonds ainsi libérés sur de nouveaux comptes à échéance. Cependant, du fait de la faiblesse des taux, dont les taux d'État fréquemment négatifs jusqu'aux maturités de 5 ans voire au-delà, aucun nouveau compte à échéance n'a été ouvert depuis 3 ans. Pour autant, ces fonds restent déposés au Trésor, sur un compte à vue rémunéré en référence aux taux BTF avec un plancher à 0.

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. Les conditions de rémunérations applicables à ces dépôts n'ont pas été modifiées en 2019.

[21] Taux « TEC 2 » à « TEC15 ».

Ainsi, pour la BCEAO et la BEAC, les taux en vigueur correspondent aux 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 banques centrales ont augmenté leurs encours placés sur le compte du Trésor à la Banque de France de 12,3 Md€ en 2018 à 15,4 Md€ en 2019, ce qui a donc conduit à augmenter les rémunérations dues, celles-ci étant très favorables par rapport au marché.

À moyen terme, compte tenu de l'engagement de la France de se retirer des instances de gouvernance de la politique de change des pays d'Afrique de l'Ouest[22], ce montant pourrait être amené à diminuer dans le cadre d'un réexamen des relations financières entre l'État et cette banque centrale.

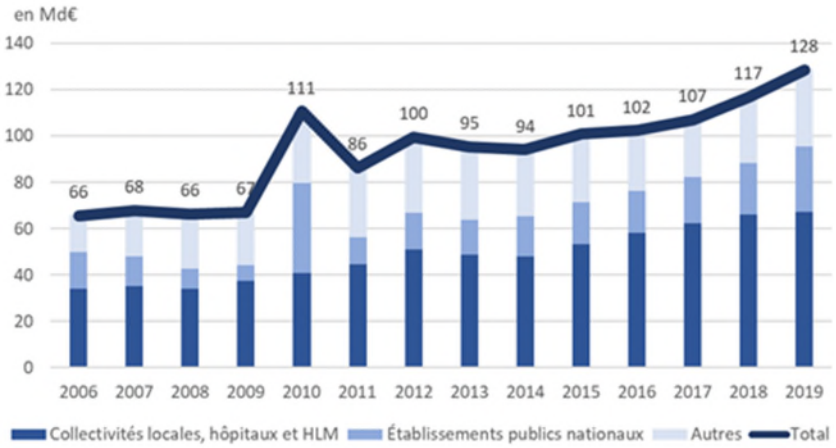
Les rémunérations de l'IEOM ont diminué entre 2018 et 2019 de près de 7 M€, car, conformément à la recommandation de la NEB 2017, les conditions de dépôts de l'IEOM ont été rendues moins favorables. Le taux de rémunération a progressivement été ramené de 3,00 % en 2018 à 2,75 % en 2019. De surcroît, depuis le 1er janvier 2018, ce taux ne s'applique qu'au solde créditeur jusqu'à 800 M€, le solde au-delà de 800 M€ étant rémunéré à Eonia moins 0,15 % (avec un plancher à 0,00 %).

Dans le rapport d'observations définitives sur l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM) et l'Institut d'émission d'outre-mer (IEOM), la Cour a estimé qu'à terme, il serait sain que l'IEOM se constitue, comme l'IEDOM, un portefeuille d'investissements visant à couvrir une partie au moins de ses frais d'exploitation. Les conditions de marché, marquées par des taux d'intérêt très bas, n'y sont certes pas aujourd'hui propices. Dans l'intervalle, il importe que l'État continue à ajuster la rémunération du compte d'opérations de l'IEOM, afin qu'elle produise des incitations suffisantes à la maîtrise des coûts. L'État et l'IEOM prévoient de continuer à réévaluer à l'avenir ces conditions.

[22] Cf. notamment discours du Président de la République française du 21 décembre 2019 à Abidjan.

Sur plus longue période, les dépôts des correspondants se sont nettement accru. Cet accroissement provient notamment des collectivités locales et des établissements publics nationaux. Si une partie de l'explication pour les établissements publics nationaux tient à l'interdiction d'endettement de la plupart d'entre eux depuis 2014 et aux abondements liés aux programmes d'investissements d'avenir, plan Campus et fonds divers, l'accroissement des dépôts des collectivités locales ne s'explique pas simplement.

Graphique n° 21 : Dépôts des correspondants



Source : Cour des comptes à partir de données DGFiP et Agence France Trésor

De manière générale et compte tenu des conditions de marché et de taux bas, l'ensemble des rémunérations de ces comptes de correspondants, voire l'absence de facturation de la trésorerie déposée sur ces comptes, correspond à des subventions implicites aux organismes bénéficiaires. Ces conditions pourraient permettre à certains correspondants de s'endetter à taux négatif tout en déposant les fonds ainsi collectés au Trésor, sans que cela ne leur occasionne des frais. Par ailleurs, dans un contexte de taux négatifs, l'État ne peut pas bénéficier d'une rémunération sur ses dépôts et prêts, mais supporte plutôt un coût pour placer ses excédents de trésorerie. Cette augmentation du coût provient essentiellement de la hausse du coût des dépôts à la Banque de France.

Ces dépôts à la Banque de France sont rémunérés au taux de marché (EONIA) jusqu'au seuil de 788 M€ (ce seuil est révisé chaque année en fonction de l'évolution du PIB) et au taux de la facilité de dépôt de la BCE (-0,50 % depuis septembre 2019) au-delà de ce seuil. Par ailleurs, les taux

proposés sur le marché interbancaire par les banques les plus sûres[23] sont généralement inférieurs au taux servi sur le compte à la Banque de France. En conséquence, depuis mi-2015, l'AFT place une faible part des liquidités disponibles. Cette gestion active de la trésorerie de l'État a permis de limiter très marginalement le coût de la dette et de la trésorerie (de l'ordre de 4 M€ en 2019).

Tableau n° 13 : Rémunération de la trésorerie de l'État (M€)

en M€	2016	2017	2018	2019	Encours moyen	Taux d'intérêt moyen
Pensions livrées	-3,9	0,0	0,0	-0,2	36	-0,36 %
Prêts interbancaires	-27,7	-24,9	-35,2	-35,4	9 301	-0,38 %
Compte courant à la Banque de France	-100,4	-145,2	-151,4	-194,2	45 906	-0,42 %
Billets de trésorerie ACOSS	-3,8	-0,9	-2,0	-2,2	564	-0,39 %
Divers	-0,8	2,1	0,0	-1,0	346	-0,38 %
Total	**-136,6**	**-168,9**	**-188,6**	**-233,2**		

Source : Agence France Trésor

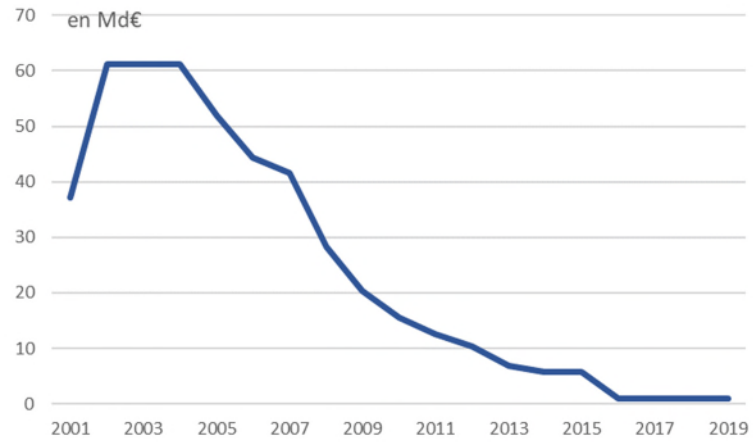
2.3 Opérations de gestion active de la dette (swaps)

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 2019 inchangé par rapport à 2018 (en baisse de 4,8 Md€ par rapport à 2015). Il arrivera à échéance en 2021.

Ces swaps génèrent des revenus nets des coûts associés de l'ordre de 26 M€, à un niveau proche des montants observés depuis 2017. Ces opérations sont retracées dans la seconde section du compte de commerce.

[23] Ces banques sont sélectionnées par l'AFT dans le cadre de sa politique de gestion des risques.

Graphique n° 22 : Encours de contrats d'échange (*swaps*) en Md€



Source : Agence France Trésor

Tableau n° 14 : Rémunération de la gestion active de la dette (M€)

Dépenses	**M€**	**Recettes**	**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	1
Total	**4**		**30**
Solde			**26**

Source : Agence France Trésor

3 La conformité aux principes et règles du droit budgétaire

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'exercice 2019, ce plafond est fixé à 71,1 milliards d'euros (article 98 de la LFI pour 2019), mais la LFI ne précise pas la manière d'évaluer ce plafond. Or si l'on intégrait la capitalisation de la charge liée à l'indexation des OAT indexées sur l'inflation (2,8 Md€ en 2019, soit 73,9 Md€ au total, contre 71,1 Md€ en LFI), ce plafond serait dépassé.

Comme la LOLF ne précise actuellement pas l'agrégat sur lequel porte ce plafond, la Cour a demandé dans ses notes sur l'exécution budgétaire pour 2017 et 2018 que la LFI apporte cette précision chaque année.

La loi de finances autorise, en son article 108 (« état E »), un découvert en cours d'année de chaque section du compte de commerce. Les découverts des première et deuxième sections ont atteint leurs points les plus hauts respectivement lors de la dernière décade d'avril (13,3 Md€) et lors de la dernière décade d'octobre (1,6 M€). Les découverts maximaux autorisés en loi de finances de chacune des deux sections du compte de commerce (respectivement de 17,5 Md€ et 1,7 Md€) ont donc été respectés.

Enfin, la Cour a noté que l'AFT présente en charges du compte de commerce « les frais de promotion des titres d'État », correspondant aux frais de déplacement des équipes de l'agence afin de promouvoir les titres d'État français auprès d'investisseurs internationaux (« *roadshows* », pour environ 0,2 M€). Or la LOLF, en son article 22, précise que « les opérations budgétaires relatives à la dette et à la trésorerie de l'État, à l'exclusion de toute opération de gestion courante, sont retracées dans un compte de commerce déterminé. » Au regard de la LOLF, ces frais devraient être reclassés dans le programme portant les crédits de gestion de l'AFT.

La Caisse de la dette publique (CDP)

La Caisse de la dette publique (CDP), établissement public à caractère administratif, offre à l'AFT la possibilité d'élargir ses instruments de gestion de la dette en lui permettant d'intervenir sur le marché secondaire de la dette publique. Elle a pour mission de concourir à l'amortissement de la dette publique par l'acquisition de titres en vue de leur annulation ou par la prise en charge de l'amortissement de titres à leur échéance.

La CDP n'est pas classée en comptabilité budgétaire au sein des opérateurs de l'État mais est classée en comptabilité nationale au sein des organismes divers d'administration centrale (ODAC), inclus dans les administrations publiques au sens de la comptabilité nationale.

En pratique, la CDP est entièrement gérée par l'AFT et ne génère donc aucun coût de gestion. Cette entité retrace également à son bilan certaines dettes reprises par l'État, lorsqu'elle a été placée en intermédiaire entre l'État et les tiers dont la dette a été reprise, pour assurer les flux de paiement liés à ces dettes reprises. C'est le cas notamment pour la dette reprise de SNCF Réseau à partir du 1er janvier 2020 à hauteur de 25 Md€. Les comptes de la CDP montrent que l'organisme est financièrement à l'équilibre, les recettes et les dépenses représentant 118 M€ en 2018, à un niveau stable depuis 2015. Ces opérations sont essentiellement liées à la reprise en 2007 par l'État de la dette du service annexe d'amortissement de la dette (SAAD) de la SNCF.

4 Les recommandations de la Cour

4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2018

La Cour a formulé deux recommandations au titre de la gestion 2018 :

- *recommandation n° 1* : poursuivre l'ajustement à la baisse de la rémunération des dépôts de l'IEOM (recommandation reformulée) ;
- *recommandation n° 2* : dans le tableau de financement, distinguer le déficit budgétaire et le déficit à financer et expliciter le passage entre les deux montants (recommandation reformulée)

Si le taux de rémunération des dépôts de l'IEOM reste éloigné des conditions de marché, la baisse du taux servi, décidée pour 2018 et 2019, permet de considérer que la recommandation formulée au titre des exercices 2017 et 2018 a été partiellement mise en œuvre. Par ailleurs, l'AFT précise dans sa réponse qu'« afin de se conformer à la recommandation de la Cour des comptes, les services prévoient de proposer au Ministre de rajouter une action au programme de 305 dans la cadre du PLF 2021, pour verser directement une subvention à l'IEOM. » Un tel partage entre rémunération selon les conditions de marché et subvention de fonctionnement permettrait de satisfaire la recommandation de la Cour.

Comme en 2017 et 2018, l'Agence France Trésor et la direction du budget apparaissent opposées à la seconde recommandation au motif que cela nuirait à la lisibilité et à la compréhension de l'article d'équilibre. Cet argument est difficilement recevable dans la mesure où la recommandation vise au contraire à une clarification par l'introduction de la distinction entre déficit budgétaire et déficit à financer et l'explicitation du passage entre les deux. La recommandation est donc maintenue.

4.2 Recommandation formulée au titre de la gestion 2019

Compte tenu de ces éléments, la Cour reconduit au titre de la gestion 2019 la seconde recommandation de l'année précédente.

- *Recommandation n°1* : dans le tableau de financement, distinguer le déficit budgétaire et le déficit à financer et expliciter le passage entre les deux montants.

Annexe n° 1 : Suivi des recommandations formulées au titre de l'exécution budgétaire 2018

N° 2018	Recommandation formulée au sein de la note d'exécution budgétaire 2018	Réponse de l'administration	Appréciation par la Cour du degré de mise en œuvre*
1	Poursuivre l'ajustement à la baisse de la rémunération des dépôts de l'IEOM	Depuis 2015, le taux révisable de rémunération est en baisse régulière, en veillant à la fois à préserver les équilibres économiques et financiers de l'IEOM et à fixer les intérêts au plus près des besoins et inciter l'IEOM à la maîtrise de ses coûts. Ainsi, le taux de rémunération a progressivement été ramené de 4,25 % en 2014 à 3,00 % en 2018, puis à 2,75% en 2019. Depuis le 1er janvier 2018 ce taux s'applique au solde créditeur jusqu'à 800 M€, le solde au-delà de 800 M€ étant rémunéré à Eonia moins 0,15% (avec un plancher à 0,00%). L'État et l'IEOM prévoient de continuer à réévaluer ces conditions. Par ailleurs, afin de se conformer à la recommandation de la Cour des comptes, les services prévoient de proposer au Ministre de rajouter une action au programme de 305 dans la cadre du PLF 2021, pour verser directement une subvention à l'IEOM.	Mise en œuvre incomplète
2	Dans le tableau de financement distinguer le déficit budgétaire et le déficit à financer et expliciter le passage entre les deux montants	Cette recommandation implique d'ajouter deux lignes aux tableaux de financement tels qu'ils sont communiqués en lois de finances. Les montants de retraitement seraient modestes comparés au déficit. Ces ajouts paraissent non souhaitables car compliquant la lecture du tableau pour la majorité des lecteurs et risquant de brouiller la compréhension. Le montant du déficit budgétaire est par ailleurs public et facilement accessible à tout lecteur intéressé. Isoler les opérations budgétaires sans effet en trésorerie et afficher deux versions de déficit dans la loi de finances nuirait à la communication vis-à-vis des analystes de marché qui suivent la France et à la lisibilité de l'article d'équilibre. Il paraît important de préserver le lien immédiat entre déficit du tableau d'équilibre et déficit du tableau de financement.	Refus

** Totalement mise en œuvre, mise en œuvre en cours, mise en œuvre incomplète, non mise en œuvre, refus, devenue sans objet*