



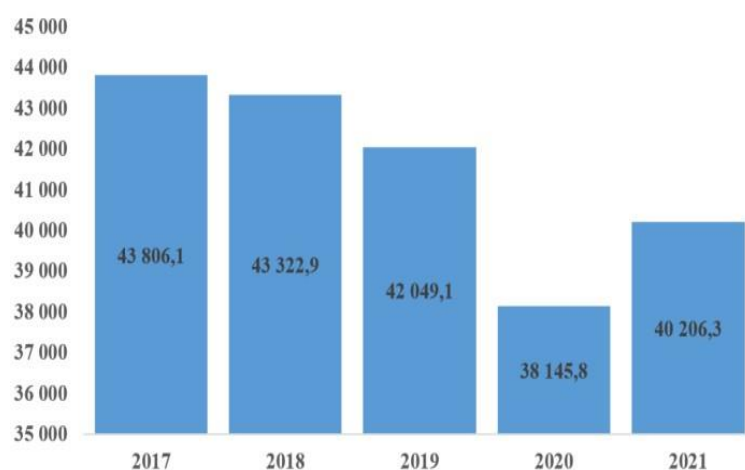
Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

Note d'analyse de l'exécution
budgétaire

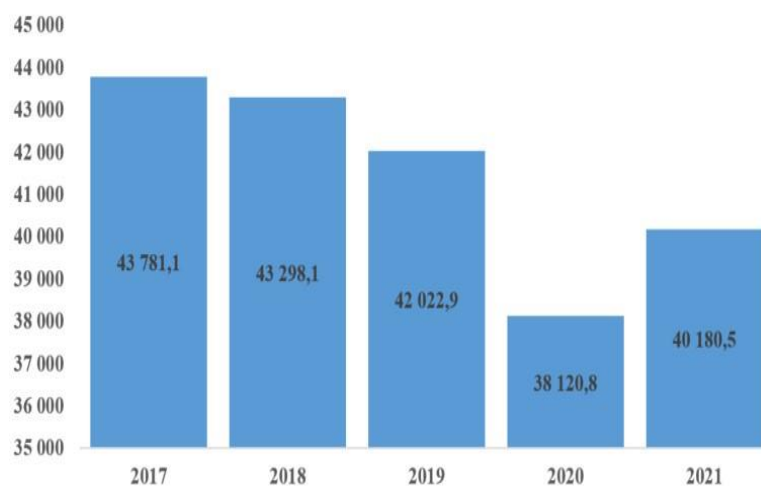
2021

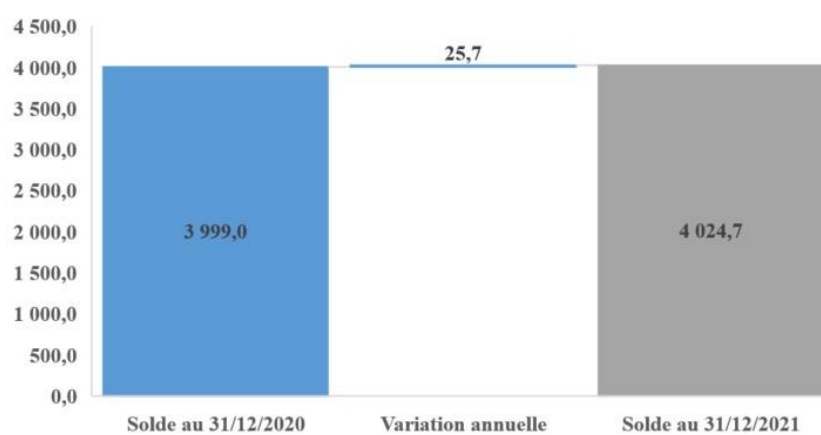
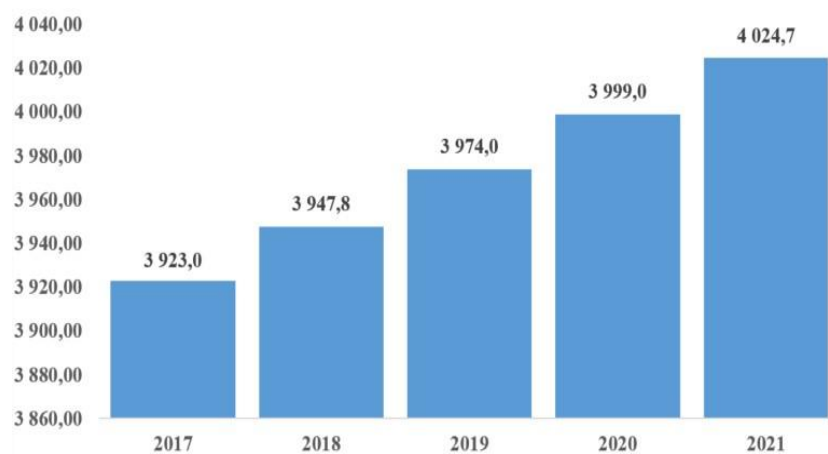
Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

Graphique n° 1 : recettes (en M €)



Graphique n° 2 : dépenses (en M€)



Graphique n° 3 : variation annuelle du solde (en M€)**Graphique n° 4 : soldes (en M€)**

Synthèse

Un besoin de financement toujours très élevé qui se réduit partiellement, compte tenu d'un déficit légèrement inférieur à la prévision de la LFI

En 2021, le besoin de financement de l'État s'est élevé à 285,2 Md€, en diminution de 24,3 Md€ par rapport à son point haut historique de 2020 (309,5 Md€).

Ce besoin de financement est inférieur de 7,8 Md€ à celui de la prévision figurant en loi de finances initiale (LFI), à la suite notamment d'un déficit budgétaire moins important que ce qui était anticipé initialement (-170,7 Md€ contre -173,3 Md€ prévu en LFI). Le déficit budgétaire est également inférieur de 34,4 Md€ à celui prévu dans le second projet de loi de finances rectificative de 2021 (-205,1 Md€).

Le déficit budgétaire en 2021 (-171 Md€) est très proche du déficit budgétaire stabilisant le poids de la dette dans le PIB (-165 Md€). L'écart au solde stabilisant, qui avait atteint un montant très élevé en 2020 (272 Md€), n'est plus que de 6 Md€. Ce faible écart au solde stabilisant en 2021, et nettement inférieur à celui de 2020 malgré un déficit budgétaire proche ces deux années (171 Md€ après 178 Md€), s'explique par la croissance du PIB en valeur (+8,2 % en 2021 après -5,2 % en 2020). À titre illustratif et sur la base des données de la LFI pour 2022, l'écart du déficit budgétaire au déficit stabilisant pourrait augmenter pour s'établir à 74 Md€ en 2022.

Un volume d'émissions stabilisé à un niveau très élevé

En 2021, l'État a émis 260 Md€ de titres de dette à moyen et long terme nette des rachats – soit un volume inchangé par rapport à 2020, et conforme à la prévision inscrite en loi de finances initiale – pour financer majoritairement le déficit courant (60 %), mais également, à hauteur de 40 %, le remboursement de titres arrivés à échéance. Ces ordres de grandeur sont proches de ceux constatés en 2020, mais s'écartent sensiblement de la situation qui prévalait avant la crise sanitaire, où le financement du déficit courant n'excédait pas 40 % du besoin de financement total.

En 2021, un montant de 16,9 Md€ de primes – nettes des décotes – a été enregistré à l'émission de titres de moyen-long terme, marquant un repli par rapport au point haut de 2020 (30,7 Md€). Celui-ci s'explique à la fois par la légère hausse des taux d'intérêt et par la moindre proportion des

émissions sur souches anciennes par rapport à 2020. Néanmoins, le volume de primes constaté en 2021 est proche de la moyenne des exercices 2016-2019 (16,0 Md€).

La maturité moyenne de la dette s'élève à 8,4 ans (8 ans et 153 jours), soit environ 3 mois de plus qu'en 2020, sous l'effet conjoint de la diminution de l'encours des bons à taux fixe (BTF), c'est-à-dire des titres de dette à court terme, mais aussi de l'allongement de la maturité moyenne à l'émission de titres de moyen-long terme. Celle-ci atteint 12,4 ans en 2021, contre 11,5 ans en 2020. Cet allongement a constitué une tendance continue au cours de la décennie écoulée. La durée de vie moyenne de la dette française en 2020 se situait au-dessus de celle de l'Allemagne (6,7 ans), l'Espagne (7,7 ans), l'Italie (7 ans) et des Pays-Bas (7 ans et 3 mois). Elle était en revanche nettement inférieure à l'Autriche (10,1 ans) et au Royaume-Uni (17,8 ans).

Pour la première fois depuis 2011, une hausse de la charge de la dette liée au contexte de reprise de l'inflation

La persistance de taux d'intérêt exceptionnellement bas, favorisée par la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) a contribué à maintenir la charge d'intérêts versés par l'État en 2021 à un niveau proche de celui des années précédentes (+2,0 Md€ ; 36,3 Md€ après 34,3 Md€ en 2020 et 39,1 Md€ en 2019), en dépit d'un accroissement très significatif (+144 Md€ après +178 Md€ en 2020) de l'encours de sa dette.

La charge de la dette négociable s'est établie en 2021 à 36,3 Md€, en progression de 2 Md€ par rapport à l'exécution 2020. Elle dépasse également de 1,5 Md€ la prévision en LFI 2021 (34,8 Md€), ce qui constitue une rupture notable par rapport aux années précédentes, lors desquelles l'exécution s'était à chaque fois révélée inférieure à ces prévisions initiales. L'explication principale de cette hausse tient à l'accélération de l'inflation en 2021, laquelle a entraîné un net renchérissement de la charge d'indexation du capital des titres de dette indexés sur celle-ci : la dépense correspondante, prévue à 1,0 Md€ en LFI 2021 (elle était de 0,45 Md€ en exécution 2020), s'est finalement élevée à 3,0 Md€.

Malgré leur maintien à un niveau faible, les taux d'intérêt ont connu une remontée progressive au cours de l'année 2021, marquée cependant par des à-coups qui témoignent des incertitudes liées à l'évolution de la situation sanitaire et de la volatilité de l'environnement de marché. Ainsi, le taux de l'obligation assimilable du Trésor (OAT) à 10 ans, qui constitue le titre de référence, a augmenté de 56 points de base pour s'établir à 0,20 % fin 2021, repassant donc en territoire positif, tendance qui s'est

confirmée et accélérée au cours du mois de janvier 2022. Par rapport à l'exécution 2020, l'évolution des taux d'intérêt au cours de l'année a néanmoins continué à contribuer à la maîtrise de la charge de la dette, d'où un « effet taux » demeurant favorable (- 1,5 Md€, contre - 1,3 Md€ prévu en LFI 2021). Au contraire, l'évolution des volumes d'émissions réalisées au cours de l'année a conduit à une augmentation de l'encours de dette (soit un « effet volume » de + 0,9 Md€, contre - 0,8 Md€ prévu en LFI).

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

Le quasi-doublement de la dette de l'État entre 2008 et 2019 (+ 98 %) l'a rendu très vulnérable à une hausse des taux. La hausse observée en 2020 et 2021 a renforcé à nouveau cette sensibilité. L'Agence France Trésor estime ainsi qu'une hausse d'un point de taux d'intérêt conduirait à une majoration du service de la dette de 2,5 Md€ la première année et de 29,5 Md€ à l'horizon de 10 ans. L'impact sur les finances publiques à un horizon de 10 ans est ainsi nettement plus élevé que celui estimé avant la crise sanitaire (21,2 Md€ fin 2019).

Des opérations de trésorerie toujours coûteuses

Le solde des opérations de trésorerie a poursuivi sa dégradation (- 20 M€) et s'établit à -1 480 M€ en 2021. Elle est essentiellement due à la persistance de taux négatifs à court terme, entraînant un renchérissement du coût de la trésorerie déposée par l'État à la Banque de France. Il est passé de 194 M€ en 2019 à 485 M€ en 2020 et 536 M€ en 2021.

Ce solde négatif résulte aussi, comme les années précédentes, des conditions de rémunération – fixées par conventions – des dotations non consommables destinées au financement des premières générations de programmes d'investissement d'avenir (PIA). En 2021, les intérêts acquittés au titre de la rémunération de ces fonds se sont élevés à 751 M€, soit plus de la moitié des dépenses totales liées aux opérations de trésorerie.

Enfin, les dépôts des correspondants du Trésor (collectivités locales et établissements publics nationaux principalement) ont poursuivi leur progression (+18,7 Md€), pour atteindre un encours de près de 175 Md€. Cette évolution contribue à accroître les ressources de financement dont dispose l'État et permet ainsi de limiter en partie le recours aux émissions de dette. Mais elle explique également cette dégradation du solde, ces fonds étant eux-mêmes déposés sur le compte unique du Trésor et rémunérés négativement dans les conditions de taux actuelles.

Recommandations

La Cour ne formule pas de recommandation au titre de l'année 2021.

Sommaire

Introduction.....	11
Chapitre I Les résultats de l'exercice	13
I - Un besoin de financement en recul en 2021, mais restant à un niveau historiquement élevé.....	13
II - Des conditions de marché affectées par les conséquences de la crise sanitaire sur les économies	20
III - Des émissions soutenues pendant la première moitié de l'année 2021	25
IV - Les primes et décotes.....	29
V - Une dette en très forte augmentation	35
VI - La soutenabilité à court et moyen terme.....	42
VII - En 2021, la France première entité émettrice de « titres verts ».....	44
Chapitre II Les grandes composantes des dépenses et des recettes	46
I - Pour la première fois depuis 2011, une hausse de la charge de la dette de l'État dû à l'augmentation de l'inflation.....	46
II - Des opérations de trésorerie qui continuent d'afficher un solde dégradé.....	51
III - Des opérations passées de gestion active de la dette (<i>swaps</i>)	60
Chapitre III La conformité aux principes et règles du droit budgétaire	62
Chapitre IV Les recommandations de la Cour	63
I - Le suivi des recommandations formulées au titre de 2020.....	63
II - Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2021	63

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 : à titre principal, en provenance du programme 117 – *Charge de la dette et trésorerie de l'État* de la mission *Engagements financiers de l'État*, mais également depuis le programme 355 – *Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'Etat*, rattaché à la mission *Écologie, développement et mobilité durables*. 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 2021, 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 2021. La section 2 est néanmoins, comme les années précédentes, en léger excédent (25,7 M€), 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 (bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF) d'une maturité inférieure

ou égale à un an, et OAT, à taux fixe ou indexé, pour le financement à moyen et long termes) ainsi que la charge d'indexation des OAT indexées 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, comme celle de SNCF Réseau, 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 (0,6 Md€). Elles comprennent également les gains liés à l'émission de BTF à taux d'intérêt négatif, significatifs depuis 2015 (1,0 Md€ en 2021).

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 25,7 M€, ce montant correspondant aux produits nets (recettes moins dépenses), soit un montant très proche de la prévision initiale en LFI 2021.

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

	Exécution 2020	LFI 2021	Exécution 2021
<i>Recettes</i>	38 145,8	38 534,0	40 206,3
<i>Dépenses</i>	38 120,8	38 509,0	40 180,5
<i>Solde</i>	25,0	25,0	25,7

Source : LFI 2021 et AFT

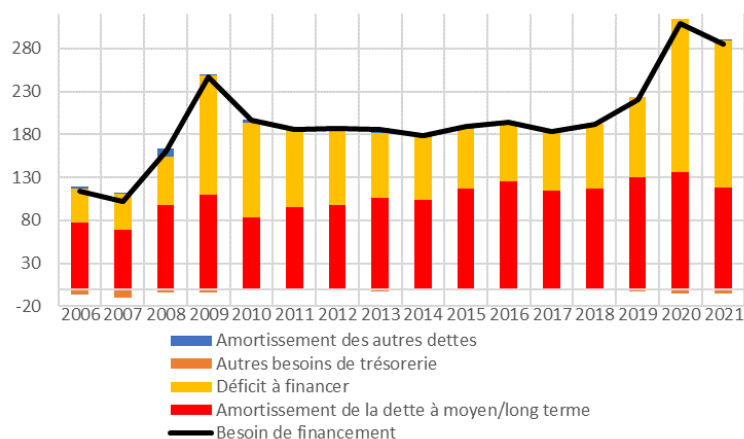
Chapitre I

Les résultats de l'exercice

I - Un besoin de financement en recul en 2021, mais restant à un niveau historiquement élevé

En 2021, le besoin de financement de l'État s'est élevé à 285,2 Md€, en diminution (- 24,3 Md€) par rapport au montant atteint en 2020, mais se maintenant néanmoins à un niveau largement supérieur à celui constaté sur la décennie 2010-2019 (191 Md€ en moyenne), ainsi que lors du précédent pic relevé lors de la crise de 2009 (246,4 Md€).

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

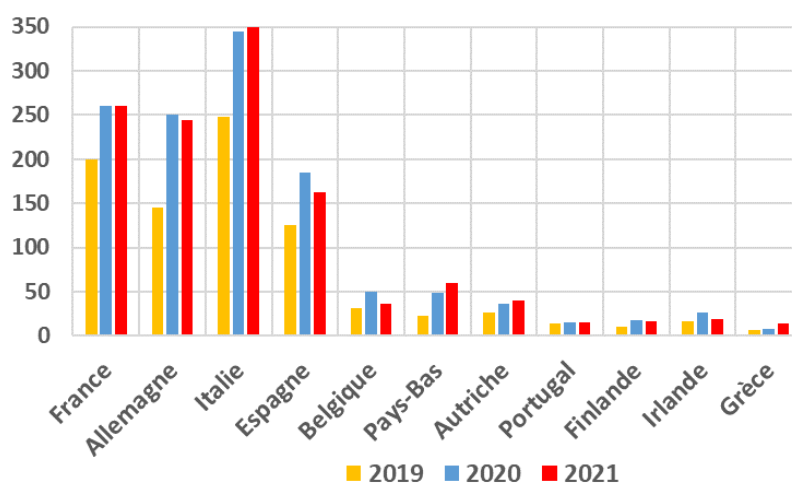


Source : Agence France Trésor

En 2020, sous l'effet de la crise sanitaire, les émissions ont fortement augmenté dans la plupart des pays de la zone euro. En 2021, ces émissions se sont maintenues à des niveaux élevés, proches de ceux

observés l'année précédente. En 2021, comme au cours des deux années précédentes, la France a ainsi été le deuxième émetteur de la zone euro, derrière l'Italie, qui est restée l'émetteur le plus important de la zone (350 Md€ en 2021 après 345 Md€ en 2020), devant l'Allemagne (244 Md€ en 2021 après 250 Md€ en 2020) puis l'Espagne (163 Md€ en 2021 après 185 Md€ en 2020).

Graphique n° 2 : estimation des émissions brutes des amortissements et nettes des rachats (en Md€)



Source : Spécialistes en valeurs du trésor, calcul Agence France Trésor

Le besoin de financement constaté en exécution en France (285,2 Md€) est inférieur à celui prévu en LFI (293,0 Md€). En 2021, près de 60 % de ce besoin de financement découlent de la nécessité de financer le déficit courant, et le solde s'explique par le remboursement de titres arrivés à échéance. Ces ordres de grandeur sont similaires à ceux constatés en 2020, mais marquent une rupture avec la tendance observée les années précédentes, au cours desquelles la part du refinancement avait progressivement augmenté pour devenir prépondérante, sous l'effet de la hausse de la dette publique, passant ainsi de 44 % en 2010 (soit 82,9 Md€) à 58 % en 2019 (soit 130,2 Md€).

La prévision de déficit à financer retenue en LFI 2021 a été fortement réévaluée en cours d'exercice, puisqu'elle a été d'abord révisée à 220,1 Md€ dans la première loi de finances rectificative (LFR) adoptée en juillet 2021 (+46,8 Md€), avant d'être abaissée de 15 Md€, à 205,1 Md€, dans la seconde LFR de décembre 2021. Toutefois, le niveau

de déficit finalement constaté en exécution s'est avéré significativement inférieur (170,7 Md€). Ces variations expliquent quasiment à elles-seules les évolutions du besoin de financement attendu en cours d'exercice.

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

	Exécution 2019	Exécution 2020	LFI 2021	LFR2 2021	Exécution 2021
Besoin de financement (Md€)					
Amortissement de la dette à moyen et long terme	130,2	136,1	118,3	118,3	118,3
Déficit à financer	92,7	178,1	173,3	205,1	170,7
Amortissement des autres dettes	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Amortissement de la dette SNCF Réseau	-	1,7	1,3	1,3	1,3
Autres besoins de trésorerie	-2,4	-6,9	0,1	-3,7	-5,1
Total	220,5	309,5	293,0	321,0	285,2
Ressources de financement (Md€)					
Émissions de dette à moyen et long terme nettes des rachats	200	260	260	260	260
Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme	-6	54,7	19,5	5,0	-6,2
Variation des dépôts des correspondants	11,5	27,8	7,0	8,9	18,7
Variation des disponibilités (1)	-5,7	-63,4	-	33,3	-4,4
Primes et décotes	19,9	30,1	6,5	13,8	17,2
Autres ressources de trésorerie	0,8	0,3			
Total	220,5	309,5	293,0	321,0	285,2

Source : Agence France Trésor

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

S'agissant des ressources de financement, le montant exécuté des émissions de dette à moyen et long termes, nette des rachats, a été conforme à la prévision inscrite en LFI et identique au niveau de l'année précédente, soit 260 Md€. En revanche, la mobilisation des autres ressources de financement a connu des variations différentes des prévisions initiales.

D'une part, le faible niveau des taux de moyen-long terme et la réémission d'anciennes souches ont occasionné la réception en trésorerie de 18,8 Md€ de primes à l'émission, contre 1,9 Md€ de décotes, soit un montant net de primes d'environ 16,9 Md€.

D'autre part, l'AFT a recouru à une diminution des émissions de titres d'État de court terme (baisse de 6,2 Md€ de l'encours net de BTF en 2021, après une augmentation de 54,7 Md€ en 2020) alors qu'une hausse de près de 20 Md€ était inscrite en prévision dans la LFI.

Par ailleurs, la hausse des dépôts des correspondants du Trésor (+ 18,7 Md€), qui résulte de la poursuite de la politique de centralisation des trésoreries publiques¹, a constitué un autre levier mais dans une proportion moindre également que durant les exercices précédents.

¹ Cf. l'ordonnance n° 2020-1496 du 2 décembre 2020 relative à la centralisation des disponibilités de certains organismes au Trésor et, pris en application de cette dernière, le décret n° 2021-29 du 14 janvier 2021 (entré en vigueur le 1^{er} octobre 2021). Les nouveaux correspondants dont la trésorerie est centralisée sont : l'Institut de France et les cinq académies qui le constituent, l'EPIC BPI France, l'Agence nationale pour la gestion des déchets radioactifs, l'IFP-Energies Nouvelles et le Fonds de garantie de dépôts et de résolution (FGDR).

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

	Encours fin 2020	Variation	Encours fin 2021
<i>Collectivités et établissements publics locaux</i>	67,6	8,4	76,0
<i>Dont</i>			
<i>Régions</i>	4,5	0,9	5,4
<i>Départements</i>	8,2	2,0	10,2
<i>Communes</i>	26,8	2,3	29,1
<i>EPCI</i>	16,3	2,7	19,0
<i>Autres</i>	11,8	0,5	12,3
<i>Hôpitaux</i>	7,6	0,5	8,1
<i>Établissements publics nationaux</i>	51,6	7,4	59,0
<i>Banques centrales africaines</i>	15,2	-4,9	10,3
<i>Union européenne</i>	2,1	1,9	4,0
<i>Autres</i>	12,1	5,2	17,3
Total	156,2	18,7	174,9

Source : Cour des comptes à partir de données DGFIP (situation mensuelle de l'État)

À la fin de l'exercice 2020, un fort surplus de trésorerie avait été accumulé (63,4 Md€), conséquence d'un déficit moins élevé que prévu lors des lois de finances rectificatives, sous l'effet d'une moindre sollicitation des dispositifs d'urgence, et ce alors même que des émissions de trésorerie en prévision de cette échéance avaient déjà été effectuées. Alors que l'AFT envisageait encore, au stade de la seconde loi de finances rectificative pour 2021, la mobilisation de plus de la moitié (33 Md€) de ce surplus pour répondre à ce besoin de financement, la réduction du déficit budgétaire a finalement rendu cette option inutile, et cet encours de trésorerie s'est au contraire accru de 4,4 Md€.

En LFI pour 2022, le besoin de financement est attendu à 297,6 Md€, soit une augmentation de 12,3 Md€ par rapport à l'exécution 2021. Ce besoin de financement pour 2022 est toutefois inférieur de 23 Md€ à celui prévu en LFR 2 pour 2021. Il résulterait de l'amortissement

de dettes de moyen à long terme arrivant à échéance à hauteur de 144,4 Md€ et d'un déficit budgétaire prévisionnel de 153,8 Md€. Le tableau de financement de la LFI pour 2022 a toutefois été construit sur la base des données de la LFR2 et, en particulier, sur une prévision de déficit pour 2021 (205,1 Md€) supérieure à l'exécution (170,7 Md€). Le besoin de financement en 2022 pourrait ainsi être différent de celui prévu selon ce schéma de financement du fait notamment de cette donnée d'exécution.

Les ressources de financement proviennent principalement des émissions nouvelles de dette à moyen-long terme nettes des rachats (260 Md€), l'encours des titres de court-terme restant quant à lui inchangé par rapport à 2021, de même que le volume des dépôts des correspondants. Les émissions de dette de moyen à long terme sont supposées dégager 3 Md€ de primes de trésorerie à l'émission nettes des décotes, sous l'hypothèse d'une remontée très progressive des taux d'intérêt longs retenue en LFI.

Le Gouvernement a décidé d'identifier le surplus de déficit entre l'exécution et la loi de finances initiale en 2020, mais également en 2021, comme étant la dette de l'État liée à la crise de la Covid 19. La loi de finances pour 2022 prévoit un dispositif de fléchage de recettes pour en assurer un amortissement progressif. Ce dispositif, qui est sans effet sur le volume et l'évolution de la dette, répond, selon le Gouvernement, à un objectif pédagogique.

L'identification de la « dette Covid » de l'État dans la LFI pour 2022 : un dispositif sans effet sur le niveau et l'évolution de la dette

La loi de finances pour 2022 a créé un nouveau programme budgétaire 369 « Amortissement de la dette liée à la Covid-19 », inscrit sur la mission « Engagements financiers de l'État ». La justification de ce nouveau programme est de disposer d'un mécanisme permettant de retracer de manière distincte, dans les comptes publics, l'amortissement progressif du surcroît de dette de l'État imputable à la crise sanitaire.

Ce surcroît, estimé² à 165 Md€ pour les exercices 2020 et 2021³, doit être progressivement amorti grâce à l'affectation d'une fraction de 6 % des recettes fiscales nettes dégagées au-delà de leur niveau de 2020, retracée sous forme de crédits budgétaires du P369, lequel doit abonder le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État » qui effectue un versement correspondant à la Caisse de la dette publique (CDP). Un échéancier prévisionnel doit être conclu entre l'État et cette dernière. Une première inscription budgétaire de 1,9 Md€ en crédits de paiement (pour 165 Md€, correspondant au total précité du surcroît de « dette Covid ») a été effectuée en PLF pour 2022.

Cette innovation, si elle conduit à l'ajout d'une nouvelle ligne « Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement » dans la partie Ressources du tableau de financement de l'État, n'entraîne pas d'autres conséquences pour la gestion opérationnelle de la dette par l'AFT.

L'isolement d'une partie de la dette dans le but de lui réserver un traitement différencié n'aurait d'impact sur la trajectoire de finances publiques que si un effort de redressement structurel supplémentaire lui était associé. La seule affectation d'une ressource existante vers l'amortissement de la dette ne modifie donc pas sa trajectoire. En l'absence d'un effort supplémentaire, en recettes ou en dépenses, la dette publique se réduit de la même manière avec ou sans « cantonnement ».

² L'estimation résulte de l'écart entre l'évaluation de la trajectoire du déficit de l'État qui existait, fin 2019, en LFI pour 2020 et celle observée depuis lors.

³ Somme à laquelle s'ajoutent les 65 Md€ du surcroît de dette sociale liée à la crise sanitaire, qui ont déjà été intégrés dans le transfert de 136 Md€ de dette sociale de l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acos) vers la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) effectué à l'été 2020 (loi organique n° 2020-991 et la loi ordinaire n° 2020-992 du 7 août 2020 relatives à la dette sociale et à l'autonomie). Ce transfert a eu pour effet de repousser de 2024 à 2033 l'horizon de l'amortissement de la dette portée par la Cades, et de proroger d'autant l'existence de la ressource fiscale dédiée qu'est la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS).

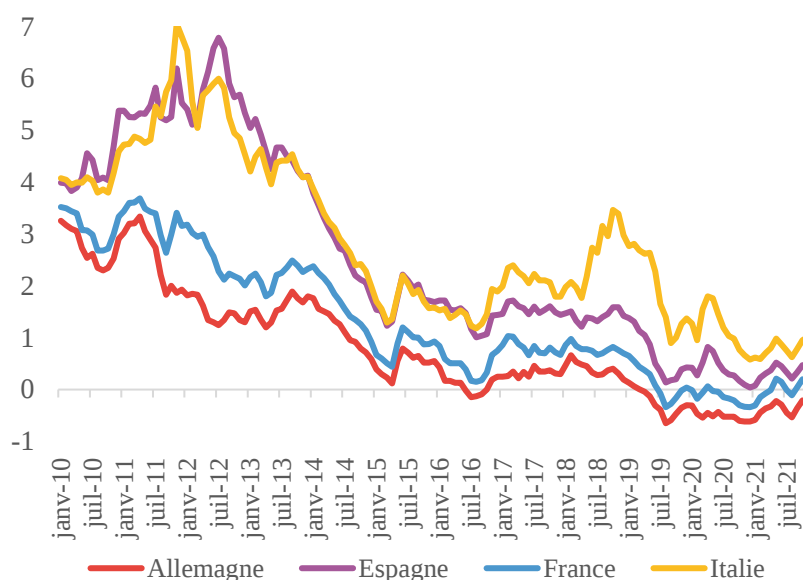
II - Des conditions de marché affectées par les conséquences de la crise sanitaire sur les économies

Le début de l'année 2021 a été marqué par une augmentation plus forte des taux longs par rapport aux taux courts (« pentification ») notable de la courbe des taux américains et européens, plus spécifiquement sur la partie longue, reflétant notamment une augmentation des anticipations d'inflation et des taux réels. En sus du vaste programme de relance budgétaire aux États-Unis, la hausse marquée des prix des produits de base a ajouté une pression à la hausse sur les rendements obligataires nominaux à long terme aux États-Unis.

En dépit d'un mouvement initialement similaire, mais transitoire, entre janvier et février, les taux longs européens se sont, de leur côté, stabilisés, voire légèrement réduits, en raison d'une reprise moins soutenue en Europe qu'aux États-Unis. Cette dynamique s'est trouvée renforcée par l'analyse par les participants de marché de la politique monétaire en zone euro à l'origine d'incertitudes sur l'orientation des conditions de financement. L'annonce de l'augmentation de ses achats d'actifs mensuels

par la BCE au mois de mars 2021 a apaisé ces doutes, ouvrant la voie à un second épisode de hausse des taux longs européens.

Graphique n° 3 : taux d'intérêt souverains à 10 ans (en %)



Source : BCE ; dernier point : décembre 2021

En France, les variations du taux de l'OAT à dix ans au cours de l'année 2021 ont été marquées par quatre temps distincts.

Ainsi, durant les quatre premiers mois de l'année 2021, le taux à 10 ans est remonté d'environ 60 points de base, sous l'effet notamment de l'annonce par la BCE de l'inflexion de sa politique d'achat d'actifs qui a permis d'écarter le risque d'une dynamique de type déflationniste aux yeux des participants de marché.

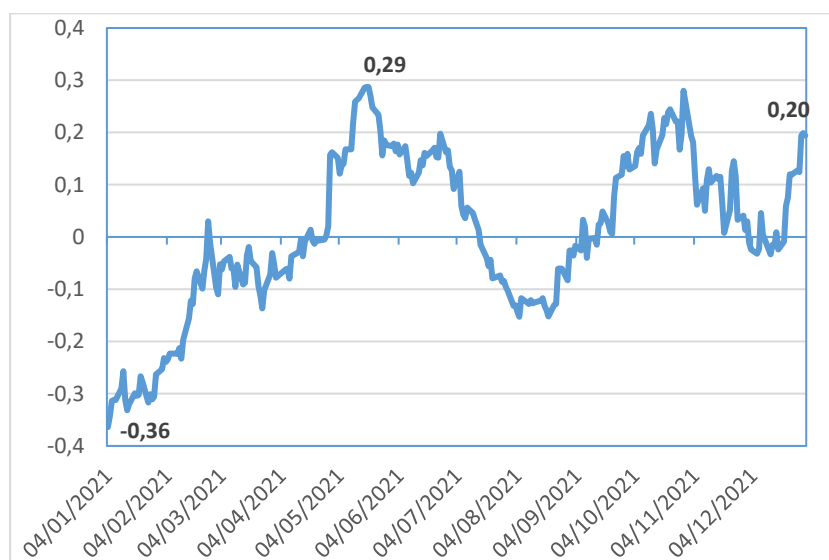
À compter du printemps, les taux longs européens ont enregistré un mouvement de baisse qui s'est inscrit dans le sillage de celui observé aux États-Unis : à cette période, l'inflation américaine dépassait la cible de la Fed de 2 %, pour atteindre un pic légèrement au-dessus de 5 % durant l'été, et le marché du travail continuait de peiner à se remettre des effets de la crise pandémique. Cette combinaison a ainsi alimenté les craintes d'une

reprise américaine moins dynamique qu'anticipé, voire d'un emballement de l'inflation.

Au cours de l'été, les rendements européens ont sensiblement diminué comme dans la plupart des économies avancées, en raison de l'aversion au risque au niveau mondial avec la propagation rapide du variant Delta.

En fin d'année, les marchés financiers ont observé un mouvement de volatilité accrue qui a reflété à la fois les incertitudes sanitaires créées par le variant Omicron du virus de la Covid-19 et l'accentuation des décalages conjoncturels et de politique monétaire entre l'Europe et les États-Unis. Depuis cette date, la Réserve Fédérale américaine a modifié son analyse et considère désormais que l'inflation n'est plus transitoire dans un contexte où le marché du travail reste difficilement lisible, tandis que la BCE a indiqué pour sa part maintenir son soutien conditionnellement à l'évolution à venir des circonstances. Le taux à 10 ans en France a oscillé entre +0,2 % et 0 % au cours des deux derniers mois de l'année, reflétant ces incertitudes.

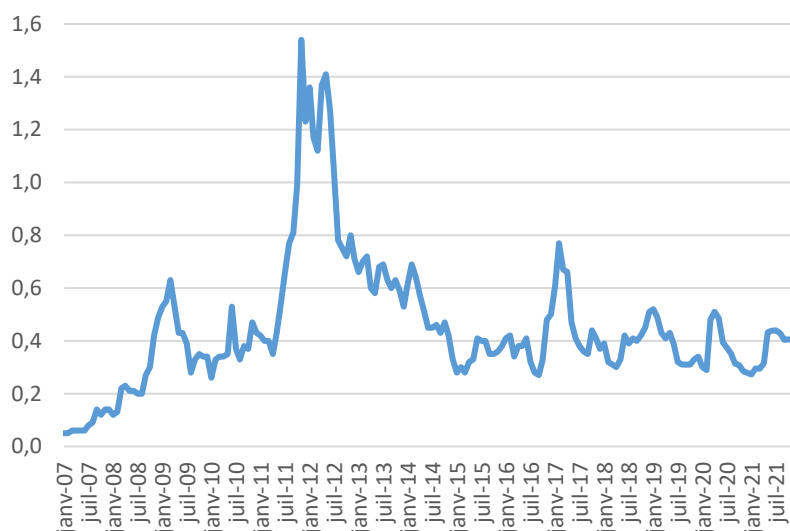
**Graphique n° 4 : évolution du taux de l'OAT 10 ans en 2021
(en %)**



Source : Banque de France ; dernier point : décembre 2021

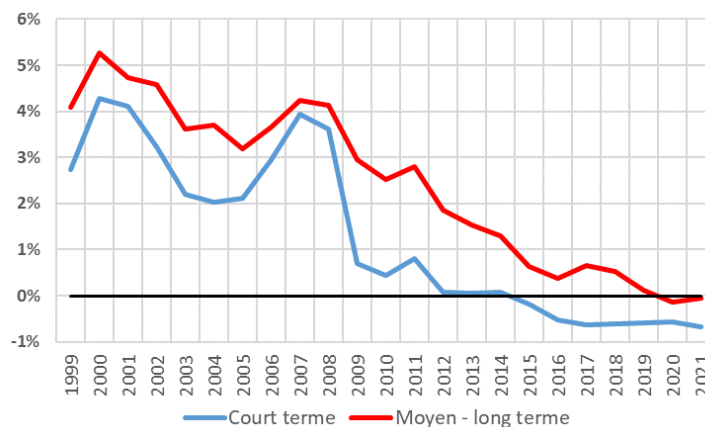
Alors qu'il était auparavant quasiment inexistant, l'écart de taux (*spread*) avec l'Allemagne a augmenté au cours de la crise de 2008-2009, puis à nouveau fortement au cours de la crise des dettes publiques en zone euro en 2011 et 2012. Il a ensuite diminué progressivement sous l'effet notamment des mesures de politiques monétaires pour fluctuer autour de 40 points de base entre 2015 et 2021. Au cours de cette période, plusieurs épisodes de tensions ont pu avoir des répercussions sur ces écarts de taux, au début de la crise sanitaire au printemps 2020 notamment. L'écart de taux avec l'Allemagne s'est ensuite réduit avec les annonces puis la mise en œuvre du nouveau programme d'achat de la BCE, pour revenir au cours de l'année 2021 à un niveau comparable à sa valeur moyenne sur la décennie passée.

**Graphique n° 5 : écart de taux (*spread*) à dix ans avec l'Allemagne
(en %)**



Source : BCE ; dernier point : décembre 2021

Dans cet environnement de marché, 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 (- 0,67 % en moyenne) en diminution par rapport à celui des deux années précédentes (- 0,57 % en moyenne) tandis que les émissions à moyen et long terme ont à nouveau été effectuées réalisées à un taux négatif en 2021 (- 0,05 % en moyenne) mais à des conditions légèrement moins favorables qu'en 2020 (- 0,13 % en moyenne).

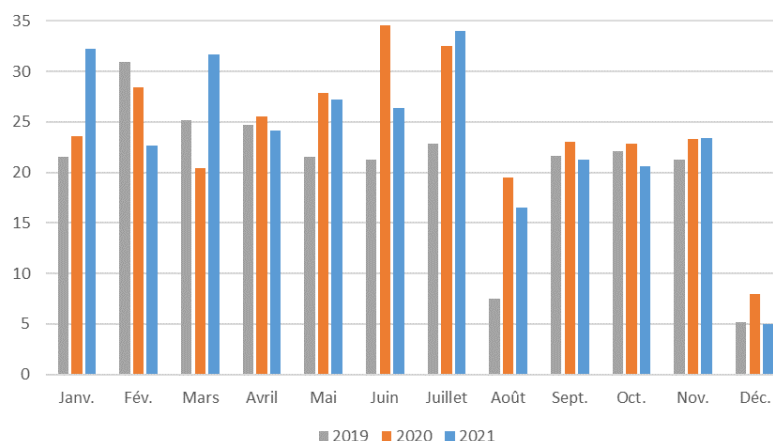
Graphique n° 6 : taux moyen à l'émission

Source : Agence France Trésor

III - Des émissions soutenues pendant la première moitié de l'année 2021

Le programme d'émission a été en général en avance sur le rythme théorique de référence qui correspond à des émissions mensuelles de 1/12^{ème} de la cible annuelle. Ainsi, 66 % des émissions de l'année ont été réalisées durant les sept premiers mois (une proportion comparable à celle observée à la même période en 2019). Selon l'AFT, ce rythme d'émission permet d'une part de sécuriser le financement de l'État et de limiter les risques d'exécution, d'autre part de suivre le rythme des investisseurs, qui exécutent globalement leurs programmes entre janvier et octobre-novembre, et à la liquidité et la profondeur des marchés (plus faibles en août et décembre).

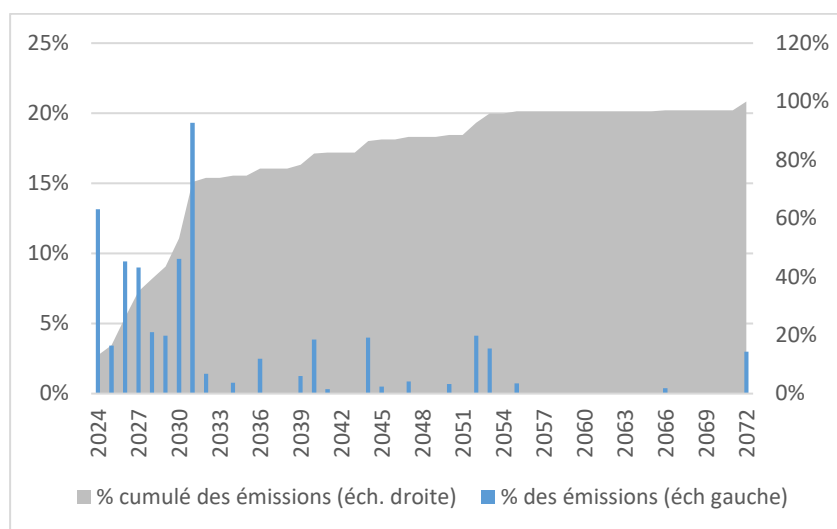
**Graphique n° 7 : montant mensuel des émissions en 2019-2021
(en Md€)**



Source : Agence France Trésor

Près des trois quarts (74 %) des titres de dette émis en 2021 arriveront à échéance d'ici à 2031 ; à l'inverse, seulement un dixième environ de ces titres émis a une maturité de 20 années ou plus, et 5 % de 30 années ou plus. La maturité moyenne des émissions à moyen et long termes, de 12,4 ans, n'en est pas moins en hausse par rapport à 2020 (11,5 ans), contribuant à augmenter la durée de vie de l'encours total de la dette en 2021 (cf. *infra*).

Graphique n° 8 : répartition par année d'échéance des émissions à moyen et long terme réalisées en 2021



Source : Agence France Trésor

En 2021, la reprise de l'inflation en zone euro et en France⁴ a entraîné un regain d'intérêt des investisseurs pour les obligations indexées sur l'inflation. La part des titres indexés qui s'établissait à 7 % de l'ensemble de l'encours en 2019 et 2020 a augmenté de 1,3 point pour s'établir à 8,3 % en 2021.

⁴ L'inflation en zone euro s'établissait à 4,9 % en glissement annuel en novembre 2021 pour l'inflation harmonisée et à 2,8 % en glissement annuel pour l'IPC France.

Un intérêt des investisseurs pour les titres indexés lié aux perspectives d'inflation

L'État a émis, en 1998, la première OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation (hors tabac) en France (OATi) et en 2001 la première OAT indexée sur l'indice des prix en zone euro (OAT€i).

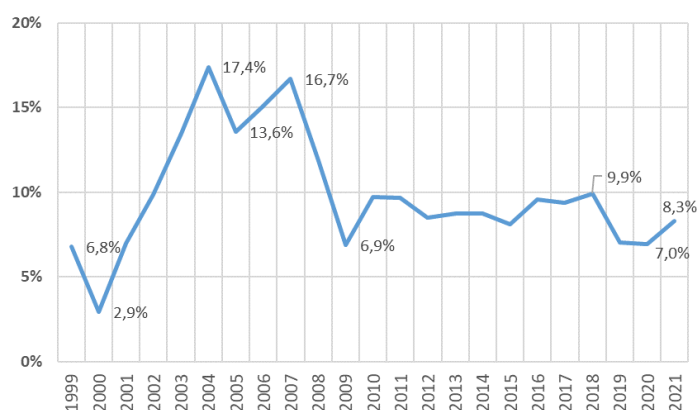
Depuis ces dates, l'AFT s'est engagée à émettre de manière régulière et transparente des titres indexés sur l'inflation et à construire deux courbes réelles (c'est-à-dire des courbes de rendement nominaux diminué de l'anticipation d'inflation), l'une indexée sur l'inflation française, l'autre sur l'inflation européenne.

Les OATi et OAT€i visent à répondre à la demande d'investisseurs souhaitant couvrir la valeur de leur investissement contre l'inflation ou diversifier leur portefeuille. Selon l'AFT, la demande pour les deux types de produits présentant des caractéristiques spécifiques, le maintien de deux lignes d'obligations indexées sur l'inflation permet d'élargir la base d'investisseurs et ainsi de diminuer le coût de l'endettement de l'État.

L'émission de titres indexés permet à l'AFT d'économiser « la prime d'inflation » qu'elle paye quand elle émet une OAT normale, c'est-à-dire le surplus de taux que les investisseurs exigent pour assurer l'État contre les variations de l'inflation. La contrepartie de ce moindre coût à l'émission pour l'État est une plus grande volatilité des charges d'intérêts puisqu'elles dépendent de l'inflation observée et ne sont donc pas fixes comme pour une OAT.

Le niveau de la demande pour les titres indexés a évolué dans le temps. Ainsi, à partir du début des années 2000, la part des titres indexés dans les émissions s'est élevée progressivement, à mesure de la montée en puissance de ces instruments dans les portefeuilles et usages des investisseurs. De 2003 à 2007, des proportions aux alentours de 15 % ont permis d'asseoir ce marché. De 2010 à 2018, la proportion s'est maintenue proche de 10 %.

Graphique n° 9 : part des titres à moyen et long terme indexés sur l'inflation dans les émissions



Source : Agence France Trésor

En 2019 et en 2020, la dégradation importante des perspectives d'inflation, accentuée par la baisse d'activité provoquée par la pandémie, a engendré une diminution de l'intérêt des investisseurs sur ces instruments indexés à l'inflation, alors qu'augmentaient parallèlement les montants d'émission de dette à moyen long terme tous titres confondus. En conséquence, la part des titres indexés dans les émissions a baissé, à un niveau proche de celui de 2009, année où les perspectives en matière d'inflation étaient aussi particulièrement dégradées.

En 2021, la reprise de l'inflation a entraîné un regain d'intérêt des investisseurs pour les titres indexés. Elle a également conduit à une charge d'indexation plus élevée que celle inscrite en LFI. La hausse de l'inflation a conduit à une hausse de 2,6 Md€ de la charge d'indexation en 2021. Les prévisions d'inflation pour 2022 conduisent à anticiper une charge d'indexation de 4,1 Md€ d'après le PLF pour 2022. L'inflation plus faible en 2019 et 2020 avait toutefois contribué à diminuer la charge d'indexation ces deux années-là.

IV - Les primes et décotes

En 2021, au total, 18,8 Md€ de primes et 1,9 Md€ de décotes ont été enregistrées à l'émission de titres de moyen-long terme, pour un total net

reçu de 16,9 Md€⁵. Ce montant est inférieur à celui perçu en 2020 (30,7 Md€). La dynamique des taux d'intérêt observée en 2021 est à l'origine de l'enregistrement de primes à l'émission mais d'un montant plus faible qu'en 2020. En effet, les taux en 2021 étaient plus élevés qu'en 2020 et la part des souches anciennes dans les émissions moindres qu'en 2020.

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

	Souches de référence	Souches anciennes	Titres indexés	Primes nettes des décotes
2016	6,0	12	2,8	20,8
2017	1,2	6,9	2,5	10,5
2018	0,7	7,5	3,1	11,3
2019	7,8	11,2	2,2	21,2
2020	6,9	21,4	2,4	30,7
2021	1,3	11,4	4,2	16,9

Source : Agence France Trésor

Sur les souches anciennes réémises, le montant de primes nettes de décotes s'est élevé à 11,4 Md€ en 2021. Il est en diminution par rapport à 2020 (21,4 Md€). En réponse à la demande des marchés, l'AFT a réalisé en 2021 près de 30 % de ses émissions sur des souches anciennes, une proportion plus faible que celle observée en 2020 (près de 40 %) mais plus élevée que celle observée en moyenne entre 2017 et 2019 (20 %). La proportion de titres émis sur souches anciennes était particulièrement élevée en 2020, du fait de l'impact de la politique monétaire sur le choix des titres à émettre, la BCE achetant des titres sur l'ensemble de la courbe nominale. La proportion de titres émis sur souches anciennes s'inscrit en diminution en 2021, la BCE ayant atteint ses limites de détention sur certaines souches obligataires à la suite des forts achats réalisés depuis 2020.

⁵ Ce montant, relatif aux seules primes nettes des décotes encaissées à l'émission, s'écarte du montant figurant dans le tableau de financement (17,2 Md€ en 2021) qui prend également en compte les primes et décotes sur les rachats de titres.

Tableau n° 5 : 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	173,3	0,37 %	55,0	2,05 %	17,3	1,41 %
2020	158,6	0,36 %	110,8	1,77 %	20,1	1,07 %
2021	179,2	0,19 %	82,2	1,40 %	23,6	1,62 %

Source : Agence France Trésor ; les écarts de taux correspondent à la différence entre le taux de coupon moyen et le taux moyen à l'émission pour chaque année.

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 (16,9 Md€ contre 6 Md€). Cette prévision est toutefois délicate étant donné sa sensibilité à l'environnement de taux et aux caractéristiques des titres qui seront effectivement émis (taux de coupon et maturité).

Tableau n° 6 : primes nettes des décotes (Md€)

	2017	2018	2019	2020	2021
LFI	4,0	3,0	3,0	3,0	6,0
Exécution	9,6	10,8	19,9	30,7	16,9

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.

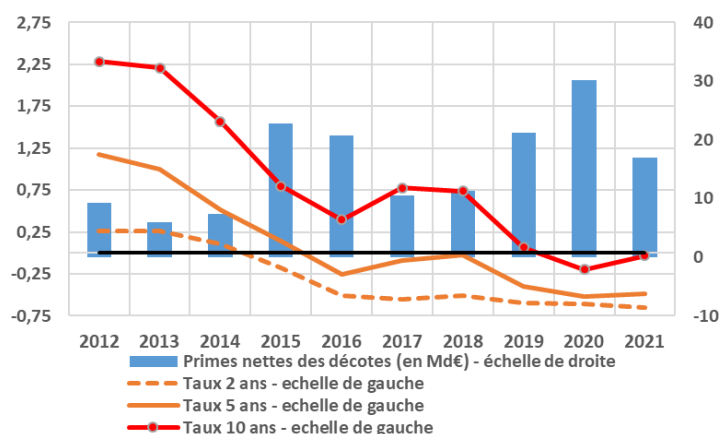
Les facteurs explicatifs des primes et décotes

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.

L'augmentation significative du montant des primes nettes des décotes encaissées par l'État depuis plusieurs années résulte de la combinaison de deux facteurs.

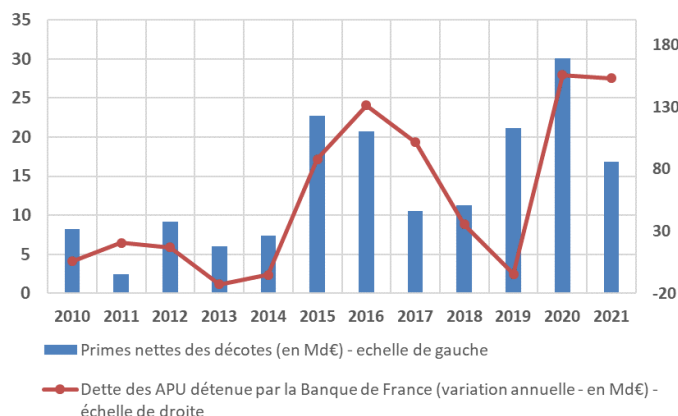
Le premier facteur résulte de la baisse tendancielle des taux d'intérêt au cours des dernières années. En adoptant une stratégie de suivi de la demande du marché, l'AFT a été conduite à réémettre fréquemment sur des souches anciennes porteuses de coupons élevés alors même que le taux de marché était plus faible. Ce mouvement a été amplifié quand les taux sont devenus négatifs car on ne peut émettre des titres portant des coupons négatifs. Ainsi, même des émissions sur des souches nouvelles peuvent générer des primes à l'émission dès lors que le taux de marché est négatif. Une grande partie des primes depuis 2015 provient ainsi des taux de marché négatifs.

Graphique n° 10 : primes et décotes et taux d'intérêt

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

Le second facteur résulte de la politique de la Banque centrale européenne. L'activation des programmes d'achats de titres publics (en 2015 via le *Public Sector Purchase Programme* – PSPP, ou en 2020 avec le *Pandemic Emergency Purchase Programme* – PEPP) a eu un effet sur les taux d'intérêt mais elle a également créé une pression à la réémission de titres anciens. En effet, pour ne pas créer de distorsion sur le prix des titres français pour certaines maturités, la BCE est intervenue sur l'ensemble des points de la courbe des taux, ce qui a eu pour effet d'alimenter la demande pour les titres plus anciens auprès des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) car certaines maturités ne sont pas couvertes par les titres nouveaux émis chaque année. Cette réémission de titres sur d'anciennes souches de référence, dont le coupon a été fixé selon les conditions de taux qui prévalaient deux, trois, cinq ou dix ans auparavant, constitue ainsi un autre élément expliquant le dynamisme de la génération de primes à l'émission certaines années (2015 et 2020).

Graphique n° 11 : primes nettes des décotes et variation de la dette des administrations publiques détenue par la Banque de France



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

L'encaissement de primes a pour conséquence de réduire, de manière temporaire, le ratio de la dette publique rapportée au PIB⁶. Selon les estimations réalisées par l'AFT à la demande de la Cour, l'ensemble des primes reçues par l'État jusqu'en 2020 net de leur amortissement a conduit, toutes choses égales par ailleurs, à diminuer l'encours de la dette publique d'environ 4,3 points de PIB fin 2020⁷. Cet effet mécanique est la conséquence de la stratégie de suivi de la demande du marché. Il ne résulte

⁶ Un titre émis sur une souche ancienne à taux nominal plus élevé que celui du marché a une valeur supérieure à sa valeur faciale en raison de la perspective pour l'investisseur de bénéficier pendant sa durée de vie d'un taux d'intérêt supérieur à celui du marché au moment de l'émission. Les investisseurs sont alors prêts à payer une prime au moment de l'émission correspondant à l'écart entre la valeur actuarielle de la somme des intérêts attendus et celle des intérêts de marché. En comptabilité nationale, les titres émis sur souches anciennes sont retracés à leur valeur d'émission, plus faible qu'une OAT qui aurait été émise au taux de marché parce qu'elle tient compte de cette prime supportée par les investisseurs. Cet effet sur le ratio de dette publique est temporaire au fur et à mesure du paiement des coupons plus élevés de la souche ancienne sur laquelle le titre a été émis.

⁷ Le chiffre de 4,3 points de PIB est obtenu en additionnant pour chaque année jusqu'en 2020 le montant des primes nettes des décotes auquel est soustrait leur amortissement. Ce dernier représente la différence entre les charges d'intérêts supportées par le budget de l'État et retracées en comptabilité budgétaire d'une part, et les charges d'intérêt évaluées en comptabilité nationale d'autre part. Le chiffre pour 2021 sera connu après l'arrêt des comptes de l'État en comptabilité générale.

pas, selon l'analyse de la Cour⁸, d'une volonté de l'AFT de réduire en apparence le niveau de la dette.

Si l'encaissement de primes a pour contrepartie le versement chaque année de coupons plus élevés, l'impact sur la charge d'intérêts est neutralisé en comptabilité nationale mais il est réel en comptabilité budgétaire.

V - Une dette en très forte augmentation

En 2021, en raison d'un déficit budgétaire à financer très élevé (171 Md€), la dette a progressé de 144 Md€ pour s'établir à 2 145 Md€ à la fin de l'année.

Tableau n° 7 : encours de dette de l'État (en Md€)

	2019	2020	2021
<i>Encours de dette</i>	1 822,8	2 001,0	2 145,1
<i>Titres à moyen/long terme</i>	1 715,9	1 839,4	1 989,7
<i>dont titres indexés</i>	226,4	220,1	236,4
<i>Titres à court terme</i>	106,9	161,6	155,4
<i>Part des titres indexés</i>	12,4 %	11,0 %	11,0 %
<i>Part des titres à moyen/long terme</i>	94,1 %	91,9 %	92,8 %

Source : Agence France Trésor

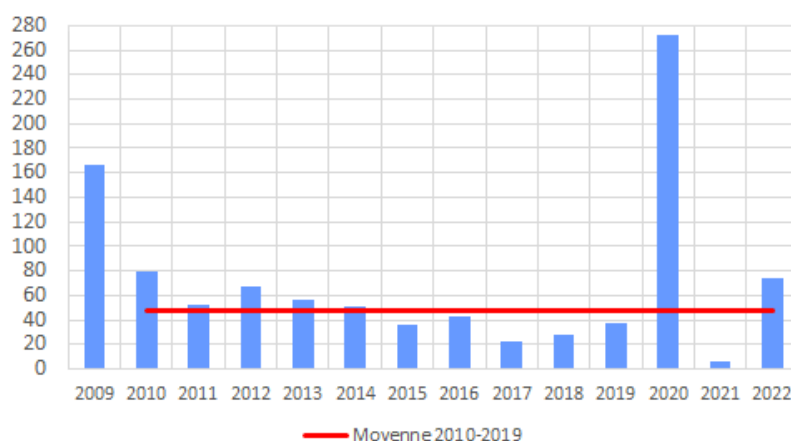
Le déficit budgétaire en 2021 (-171 Md€) est très proche du déficit budgétaire stabilisant le poids de la dette dans le PIB (-165 Md€). L'écart au déficit stabilisant, qui avait atteint un montant très élevé en 2020 (272 Md€) a ainsi fortement diminué par rapport à l'année précédente,

⁸ Cf. Cour des comptes, *La gestion de la dette publique et l'efficience du financement de l'État par l'Agence France Trésor*, Communication à la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale, février 2022.

puisque'il n'est plus que de 6 Md€. Cette particularité d'un écart au déficit stabilisant faible en 2021 et nettement inférieur à celui de 2020, malgré un déficit budgétaire proche (171 Md€ après 178 Md€), s'explique par la croissance du PIB en valeur (+8,2 % en 2021 après -5,2 % en 2020). Ce rebond marqué du PIB diminue ainsi le poids de la dette héritée du passé.

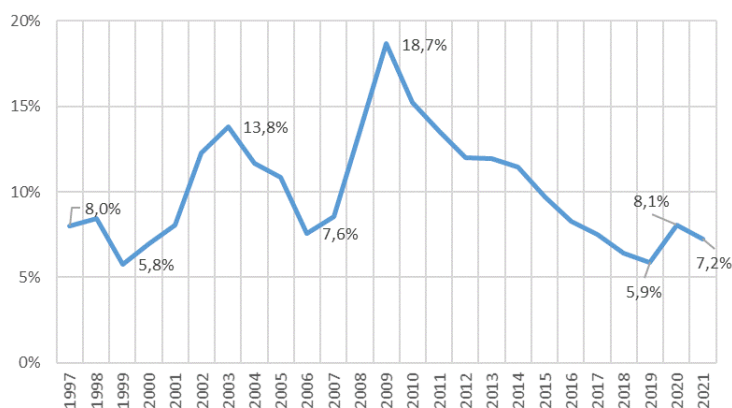
D'après les données présentées dans la LFI pour 2022, l'écart au déficit budgétaire stabilisant devrait à nouveau augmenter en 2022 sous l'effet du ralentissement de la croissance du PIB en valeur et d'un déficit budgétaire demeurant à un niveau élevé (153,8 Md€). À titre illustratif et sur la base des données de la LFI pour 2022, l'écart du solde budgétaire au solde budgétaire stabilisant pourrait ainsi s'établir à 74 Md€, soit un niveau supérieur à celui observé en moyenne entre 2010 et 2019 (47 Md€).

Graphique n° 12 : écart au déficit budgétaire stabilisant (Md€)



Source : Cour des comptes. L'estimation pour 2022 est fondée sur les prévisions de déficit budgétaire et de PIB en valeur de la LFI pour 2022.

La baisse des émissions de dette à court terme (-6,2 Md€) alors qu'une hausse était inscrite dans la LFI (+19,5 Md€) a fait diminuer la part de ces titres dans l'encours de dette à la fin de l'année 2021 à 7,2% après 8,1 %, en 2020. Ce niveau demeure toutefois inférieur au regard de la moyenne de ces 20 dernières années.

Graphique n° 13 : part de la dette à court terme (BTF)

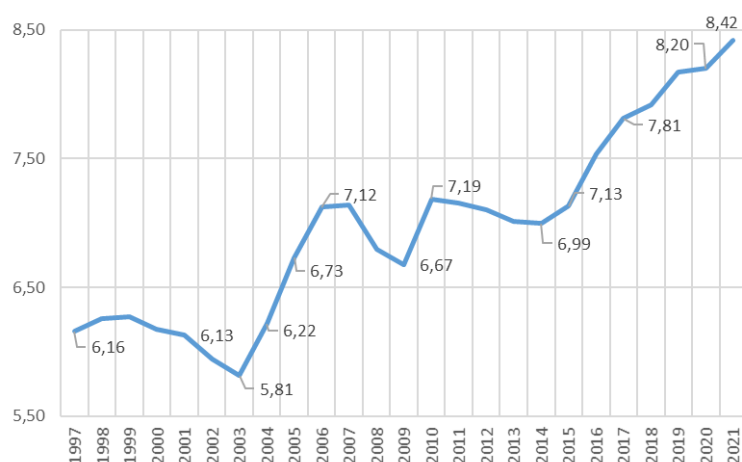
Source : Agence France Trésor

La maturité moyenne de la dette française était de 8,4 ans en 2021 après 8,2 ans en 2020, en forte augmentation par rapport à 2003 (5,8 ans). L'évolution observée en 2021 résulte de la diminution de la part relative des BTF dans l'encours total, mais aussi de l'allongement de près d'un an de la maturité moyenne des titres de moyen-long terme émis en 2021 (12,4 années contre 11,5 années).

En 2020, la durée de vie moyenne de la dette française se situait au-dessus de celle des pays de la zone euro comparables à la France comme l'Allemagne (6,7 ans), l'Espagne (7,7 ans), l'Italie (7 ans) et les Pays Bas (7 ans et 3 mois). Elle est en revanche nettement inférieure à l'Autriche (10,1 ans) et au Royaume Uni (17,8 ans). Tous les pays européens ont vu cette durée de vie moyenne augmenter depuis 20 ans.

Cette maturité moyenne ne peut pas varier fortement d'une année sur l'autre car 90 % du stock des titres de moyen et long termes est inchangé d'une année sur l'autre. En revanche la maturité des titres de moyen et long termes émis chaque année est plus élevée. Elle est supérieure à 10 ans depuis 2016 et atteignait 11,5 années en 2020 et 12,4 années en 2021. Par ailleurs, la France a le plus gros encours de dette de maturité supérieure à 30 ans au sein de la zone euro. D'un montant proche de 100 Md€, elle représente près 50 % de l'encours à plus de 30 ans en zone euro.

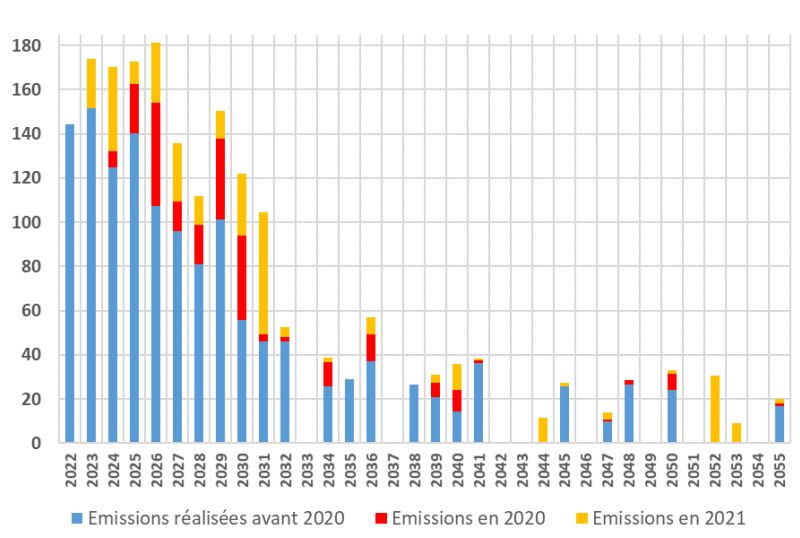
Cet allongement de la maturité traduit l'évolution de la demande des investisseurs dans un univers de taux d'intérêt bas, notamment à la suite de la mise en place des programmes d'achats d'actifs de la BCE.

Graphique n° 14 : 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 2072, une partie importante de la dette arrivera à échéance dans les toutes prochaines années. Ainsi, environ un quart (24,6 %) de la dette à moyen et long terme devra être remboursé d'ici fin 2024, et près de la moitié (49,2 %) arrivera à échéance d'ici fin 2027, puis plus des deux tiers (68,5 %) à l'horizon 2030. En volume, cela correspond à plus de 1 360 Md€ de dette négociable à amortir d'ici la fin de la décennie, un montant supérieur à ce qui était encore l'encours de dette total en 2014. 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° 15 : dette de moyen-long terme arrivée à l'échéance par année (Md€)



Source : Cour des Comptes à partir de données de l'Agence France Trésor

Note : Les calculs sont basés sur la dette de moyen long-terme et excluent les encours de BTF pour l'année 2022. Des émissions de long terme arrivant à échéance en 2060, 2066 et 2072 pour des montants de 16,7 Md€, 14,1 Md€ et 8,5 Md€ respectivement ne figurent pas sur le graphique.

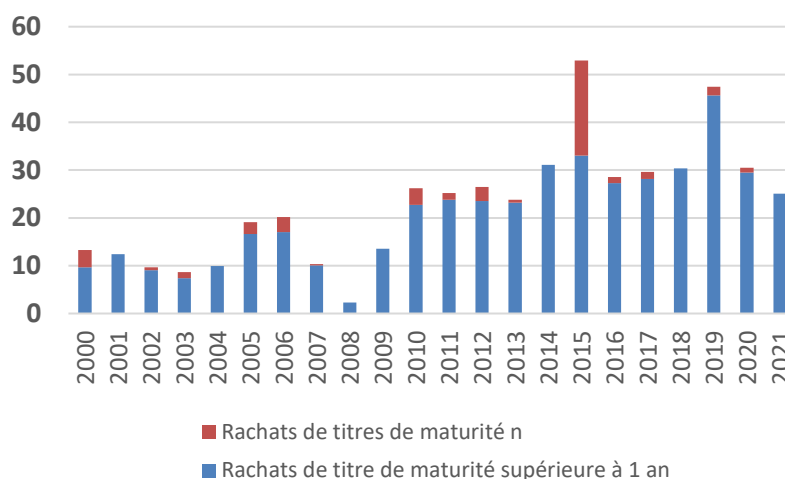
En 2021, l'AFT a procédé à des rachats anticipés d'OAT à hauteur de 25,1 Md€ (dont 19,6 Md€ de titres à échéance 2022 et 5,5 Md€ de titres à échéance 2023⁹).

Ce volume de rachat est inférieur à celui de 2020 (30,5 Md€) ainsi qu'à la moyenne de la décennie passée, y compris en faisant abstraction des deux années 2015 et 2019, où les rachats avaient atteint des niveaux exceptionnellement élevés¹⁰. Pour rappel ces rachats, neutralisés dans le tableau de financement adopté en LFI, ne donnent pas lieu à un objectif en LFI¹¹.

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 -0,3 Md€ en 2021.

¹⁰ 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.

¹¹ Par ailleurs, aucun montant prévisionnel n'est transmis à ce titre aux SVT.

Graphique n° 16 : rachats de titres de dette (en Md€)

Source : Agence France Trésor

En 2021, ces opérations de rachats ont par ailleurs été effectuées à un rythme relativement linéaire tout au long de l'année, à la différence de 2020 où ils avaient été réalisés pour l'essentiel au second semestre, et de 2019 où 45 % des rachats avaient à l'inverse déjà eu lieu dès la fin mars.

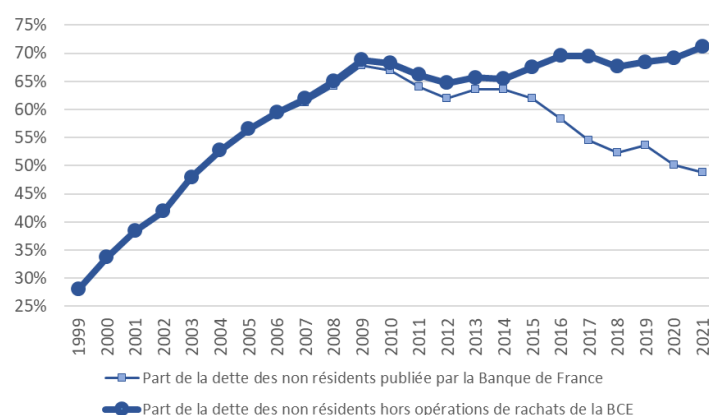
De telles opérations permettent à l'AFT de racheter les titres les plus coûteux et de lisser les tombées de souches à venir en rachetant à l'avance les tombées de souche les plus importantes. À défaut de procéder à un tel lissage, l'AFT devrait mener une gestion de trésorerie plus délicate en cours d'année, avec des émissions très élevées certains mois, certaines tombées de souches représentant des volumes de plus de 40 Md€ alors que l'AFT a émis des montants de l'ordre de 24 Md€ en moyenne par mois en 2021.

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 2014¹². La réduction du programme d'achats nets de la BCE puis son arrêt fin 2018, conjugués au maintien d'une demande soutenue et variée de la part d'investisseurs internationaux, ont

¹² La part de la dette détenue par la Banque de France dans le cadre des programmes d'achats de la BCE est classée dans la dette détenue par les résidents. Elle comprend des titres qui auparavant étaient détenus par des résidents ou des non-résidents. Les achats de dette par la Banque de France font donc mécaniquement diminuer la part détenue par des non-résidents.

contribué au relèvement de la part détenue par les non-résidents en 2019. La part détenue par les non-résidents a de nouveau reculé en 2020 et 2021 avec la mise en place du nouveau programme d'achats d'actifs (PEPP).

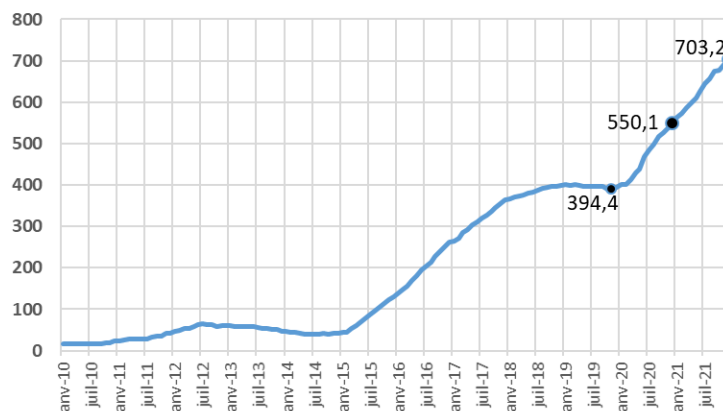
Graphique n° 17 : proportion de non-résidents dans l'encours total de la dette et dans l'encours hors opérations de rachats de la BCE



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

À fin décembre 2021, la Banque de France détenait pour 703,2 Md€ de titres émis par des administrations publiques, sur un total de 2 813 Md€ de titres en circulation, soit une proportion de l'ordre de 25 %, en augmentation de près de 5 points par rapport à la fin de l'année 2019. Après s'être quasiment stabilisés à un montant légèrement inférieur à 400 Md€ en 2018 et 2019, les montants détenus par la Banque de France ont en effet fortement augmenté depuis la fin de l'année 2019, du fait du nouveau programme massif d'achats de titres mis en œuvre au début de la crise sanitaire et augmentée depuis.

Graphique n° 18 : dette des administrations publiques détenue par la Banque de France (en Md€)



Source : Banque de France

VI - La soutenabilité à court et moyen terme

Les hypothèses de remontée des taux d'intérêt de la LFI pour 2022 (le taux des BTF à trois mois s'établirait à -0,5 % en moyenne annuelle et le taux des OAT à dix ans atteindrait 0,75 % à la fin de l'année 2022) apparaissent en ligne avec les évolutions de début d'année¹³. Néanmoins, les éléments disponibles en février 2022¹⁴ conduisent à anticiper une inflation légèrement supérieure à l'hypothèse retenue en loi de finances initiale. Cependant la charge de la dette a fait l'objet d'une réévaluation par l'intermédiaire d'un amendement augmentant de 1,1 Md€¹⁵ le niveau des crédits ouverts pour le programme 117. Par ailleurs, les incertitudes récentes créées par la situation géopolitique en Europe de l'Est pourraient

¹³ À la mi-février 2021, le taux des BTF 3 mois atteignait -0,66 % et celui des OAT à 10 ans 0,67 %.

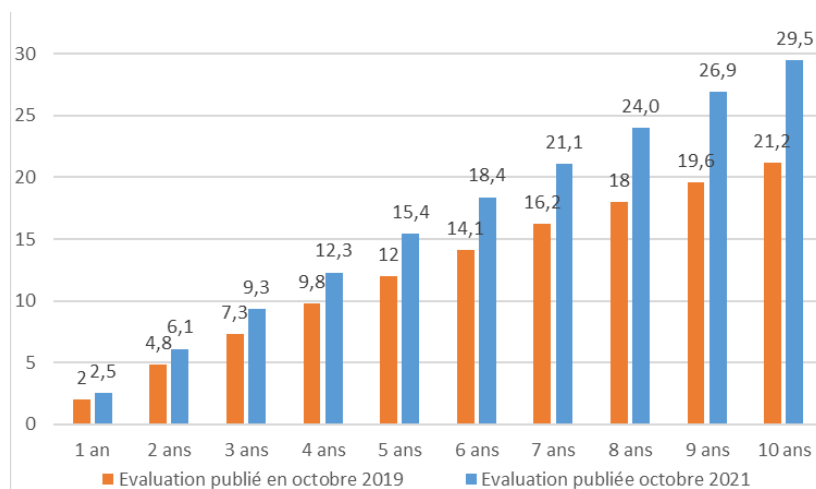
¹⁴ Dans sa note de conjoncture de décembre 2021, l'Insee attend, à la fin du premier semestre 2022, une inflation sous-jacente en France de 2,2 % en glissement annuel alors qu'elle est prévue à 1,5 % en LFI pour l'année 2022 dans son ensemble.

¹⁵ Cette révision se décompose en un effet de + 0,8 Md€ dû à une révision à la hausse des prévisions d'inflation en zone euro et un effet de + 0,3 Md€ lié à l'intégration des émissions de dette et des taux effectivement constatés entre début septembre et mi-octobre 2021,

avoir des conséquences sur la dynamique des taux d'intérêt qu'il est difficile d'appréhender à ce stade.

La forte croissance de la dette de l'État entre 2008 et 2019 (+ 98 %) l'a rendu très vulnérable à une hausse des taux. La hausse observée en 2020 et 2021 a renforcé à nouveau cette sensibilité. L'AFT estime qu'une hausse d'un point des taux d'intérêt renchérirait la charge d'intérêts de 2,5 Md€ la première année, 6,1 Md€ la deuxième année et 29,5 Md€ à l'horizon de 10 ans¹⁶. L'impact de ce choc à un horizon de 10 ans est ainsi nettement plus élevé que celui estimé fin 2019 (+21,2 Md€). À titre d'illustration, cette hausse de 29,5 Md€ à l'horizon de dix ans reviendrait, toutes choses égales par ailleurs, à augmenter de 76 % le poids de la charge de la dette par rapport au niveau attendu en LFI pour 2022.

Graphique n° 19 : Impact d'un choc de taux à la hausse de 1 % (+100 points de base) sur la charge d'intérêts maastrichtienne¹⁷ 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 et pour 2022.

¹⁶ Les rachats, par ailleurs nécessaires pour lisser les tombées d'échéances de sous-jets de volume important, sont susceptibles d'accélérer légèrement l'effet affiché d'une hausse des taux sur la charge d'intérêts.

¹⁷ 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.

VII - En 2021, la France première entité émettrice de « titres verts »

En 2021, l'AFT a poursuivi ses émissions de « l'obligation verte » auxquelles elle avait procédé pour la première fois en 2017.

Plus précisément, elle a procédé à la réémission, par deux adjudications tenues en février puis en novembre 2021, du titre initial qui avait déjà fait l'objet d'abondements successifs au cours des années précédentes. L'encours de cette première OAT verte atteint ainsi 30,9 Md€ à la fin 2021, contre 27,4 Md€ en 2020. En mars 2021, l'AFT a en outre lancé une deuxième obligation verte par voie de syndication¹⁸, avant de la réémettre en juin puis en septembre de la même année, pour un montant cumulé de 11,4 Md€. Ainsi, le total de la « dette verte » française atteint désormais 42,3 Md€ au 31 décembre 2021, confirmant le statut de la France comme première entité débitrice de « titres verts », devant la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) et la Banque européenne d'investissement (BEI) dont les encours respectifs d'obligations vertes s'élèvent à 33,5 Md€ et 33,3 Md€.

L'association de financements à des dépenses à finalité environnementale, qui caractérise l'« OAT verte », demeure toutefois conventionnelle dans la mesure où ces dépenses sont réalisées dans le cadre du budget de l'État, sans sources de financement affectées, conformément au principe d'universalité budgétaire. Par ailleurs, contrairement aux titres indexés sur l'inflation, les OAT vertes sont des instruments de financement très semblables aux OAT standards. En tant qu'instrument financier, la seule différence avec une OAT standard est en effet que le montant qui peut être émis chaque année est plafonné par le niveau des dépenses vertes éligibles à ce type de financement.

Une telle contrainte de plafonnement aurait pu avoir des conséquences sur la liquidité de ces titres et par conséquent les rendre plus coûteux que des OAT. Le choix fait par l'AFT de les placer à des maturités proches de 20 ans a permis à ces titres d'avoir une liquidité semblable à une OAT de maturité similaire. En effet, à cet horizon, les abondements annuels qui peuvent être faits sur l'OAT verte, plafonnés par le montant

¹⁸ Le choix d'émettre une nouvelle OAT verte, en sus des réabondements de celle préexistante, tient notamment à la circonstance qu'à partir de 2021, les dépenses de l'État en soutien aux énergies renouvelables, auparavant financées par une taxe affectée dans le cadre du compte d'affectation spéciale *Transition énergétique*, sont devenues éligibles à un financement par de la dette verte du fait de leur réintégration dans le budget général.

des dépenses éligibles, fixé à 15 Md€ en 2021, correspondent aux abondements annuels qui auraient été effectués pour une OAT standard de même maturité, ce qui garantit une liquidité similaire entre l'OAT verte et l'OAT standard de même maturité.

La demande très dynamique sur ce type de produits a pu les rendre légèrement moins coûteux que les OAT standard. Selon l'AFT, ce gain pourrait être de l'ordre 1 à 2 points de base et donc permettre des gains de charges d'intérêt de l'ordre de 80 M€ à 160 M€ annuels, soit un montant nettement supérieur aux coûts de ce type d'émission (évaluation des dépenses éligibles, fonctionnement du secrétariat général du comité d'évaluation, ressources nécessaires au sein de l'AFT, etc.).

L'AFT envisage de poursuivre cette diversification en 2022 avec, si les conditions de marché le permettent, l'émission d'une OAT verte indexée sur l'inflation.

Chapitre II

Les grandes composantes des dépenses et des recettes

I - Pour la première fois depuis 2011, une hausse de la charge de la dette de l'État dû à l'augmentation de l'inflation

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

Tableau n° 8 : dépenses et recettes relatives à la dette

Dépenses	M€	Recettes	M€
Intérêts des OAT hors OAT indexées	32 334	Coupons courus des OAT	639
Intérêts des OAT indexées	2 522	Produit des émissions de BTF à taux d'intérêt négatif	1 034
Charge d'indexation du capital des OAT indexées	3 022		
Frais et commissions	43	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	4
Intérêts sur autres dettes reprises par l'État	773		
Total	38 693		1 678
Solde avant équilibrage	37 016	Versement du budget général	37 016
Solde après équilibrage	0		

Source : Agence France Trésor

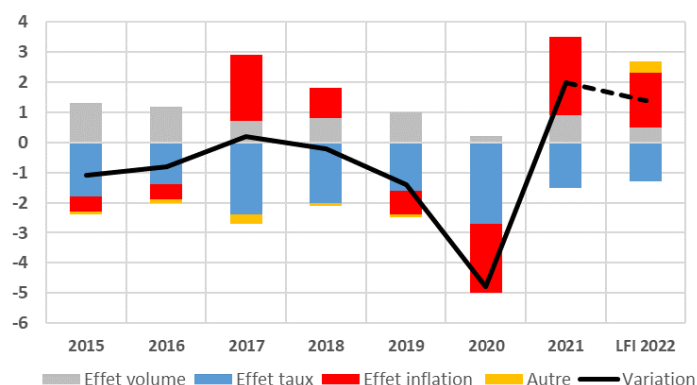
Les dépenses relatives à la charge de la dette représentent un total de 38,7 Md€ et correspondent essentiellement à des dépenses d'intérêts d'OAT à long terme (35 Md€) et de la capitalisation des intérêts des obligations indexées (3,0 Md€). À l'inverse, le compte spécial enregistre des recettes de coupons courus (correspondant aux reprises des provisions de l'année précédente), à hauteur de 0,6 Md€, et des recettes liées aux taux d'intérêts négatifs sur les BTF (1,0 Md€).

Cette charge de la dette a augmenté de 2,0 Md€ entre 2020 et 2021. Cette augmentation est essentiellement liée à l'impact de l'accroissement du volume de dette de l'État¹⁹ (+0,9 Md€) reflétant essentiellement l'augmentation de l'encours de dette à moyen et long terme et à

¹⁹ Pour évaluer l'effet volume, l'AFT considère l'accroissement de l'encours de dette au cours de l'année précédant l'année évaluée, en y appliquant le taux de coupon des titres émis cette même année. L'accroissement de la dette à moyen-long terme pris en compte dans le calcul est de 129,5 Md€ (260 Md€ émis net des rachats, moins 130,5 Md€ amortis en 2020). Sur la base d'un coupon moyen de 0,69% pour les titres émis en 2020, cela représente une charge d'intérêt supplémentaire de 0,9 Md€ en 2021.

l'augmentation de l'inflation (+2,6 Md€). Ces effets ont plus que compensé l'impact de la poursuite de la baisse des taux d'intérêt²⁰ (-1,5 Md€).

Graphique n° 20 : contributions à l'évolution de la charge d'intérêts (en Md€)

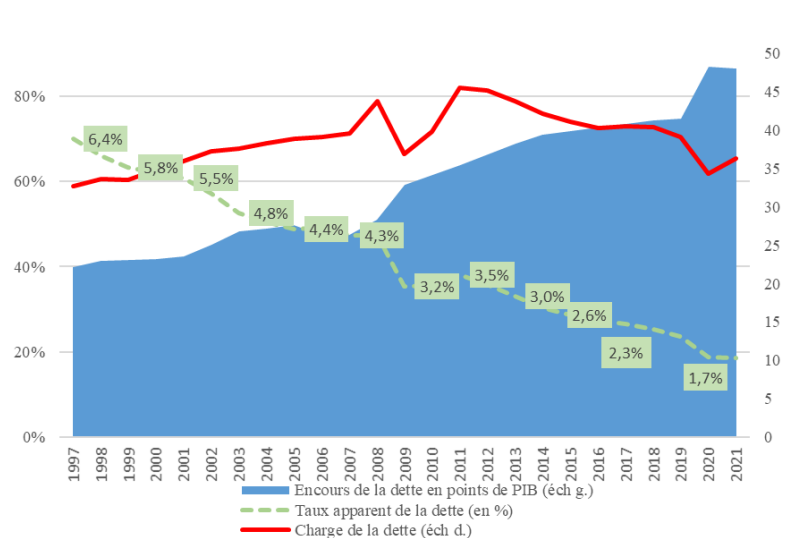


Source : Agence France Trésor

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, s'est établi à 1,7 % en 2021 comme en 2020.

²⁰ Pour évaluer l'effet taux, l'AFT applique au volume amorti en 2020 (130,5 Md€) l'écart entre le taux de coupon moyen des titres amortis en 2020 (1,77%) et le taux de coupon moyen des titres émis en 2020 (0,69%). Le refinancement en 2020 à des taux de coupon moindres aboutit ainsi à un allègement de la charge de coupon de 1,4 Md€ en 2021.

Graphique n° 21 : encours de dette de l'État, charge d'intérêts et taux apparent associés



Source : Agence France Trésor

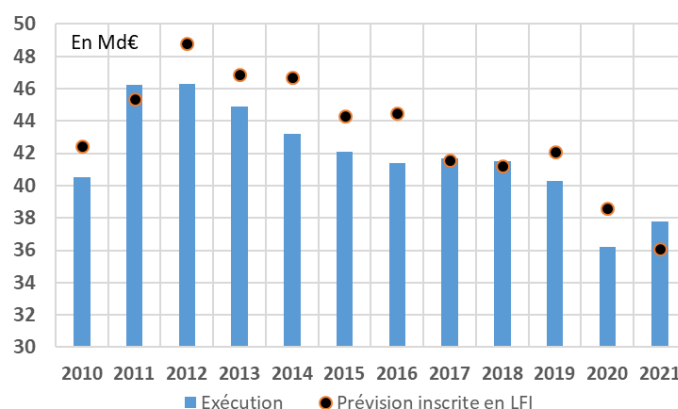
Au cours de la dernière décennie la charge d'intérêts a été très souvent inférieure en exécution par rapport à la prévision inscrite en LFI du fait notamment de prévisions de taux d'intérêt qui se sont révélées systématiquement supérieures aux observations.

Une charge d'intérêts en exécution fréquemment inférieure à la prévision au cours de la dernière décennie

Depuis 2010, la charge de la dette et de la trésorerie a été fréquemment inférieure en exécution à ce qui était inscrit en prévision en LFI. Entre 2010 et 2021, l'exécution a été supérieure à la prévision seulement quatre années. L'écart s'est établi en moyenne à -1,4 Md€ au cours de la période considérée. La sous-exécution a été particulièrement forte entre 2012 et 2016 puis en 2019 et 2020.

Cette exécution en dessous de la prévision inscrite en LFI s'explique pour l'essentiel par les hypothèses de taux d'intérêt retenues en loi de finances initiale. Au cours de la dernière décennie, les taux à 10 ans se sont révélés systématiquement en-dessous de ceux qui ont été utilisés pour élaborer la prévision de la charge d'intérêts (*cf.* tableau)²¹. En moyenne sur la période 2012-2021, les taux à 10 ans ont été inférieur de 1 % par rapport aux prévisions retenues en LFI.

Graphique n° 22 : charge d'intérêts en prévision et en exécution (2010-2021)



Source : LFI, diverses années

²¹ Un constat similaire est établi en comparant les prévisions de taux à court terme (BTF) à leur réalisation.

Tableau n° 9 : hypothèses de taux d'intérêt à 10 ans et taux observés

En %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	moyenne
<i>Prévision</i>	3,7	2,9	3,3	2,2	1,9	0,9	1,5	2,2	0,7	0,7	2,0
<i>Observé</i>	2,7	2,2	1,9	0,9	0,5	0,8	0,8	0,1	-0,2	0,0	1,0
<i>Écart</i>	-1,0	-0,7	-1,4	-1,3	-1,4	-0,1	-0,7	-2,1	-0,9	-0,7	-1,0

Source : LFI, diverses années et Banque de France

II - Des opérations de trésorerie qui continuent d'afficher un solde dégradé

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 notamment).

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

Tableau n° 10 : 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	163	Gestion de la trésorerie : rémunération des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées	0
Gestion de la trésorerie : intérêts résultant des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées	31		
Gestion de la trésorerie : intérêts du compte courant du Trésor à la Banque de France	536	Recettes diverses	2
Rémunération des fonds non consommables versés par l'État	751		
Total	1 482		2
Solde avant équilibrage	1 480	Versement du budget général	1 481
Solde après équilibrage	0		

Source : Agence France Trésor

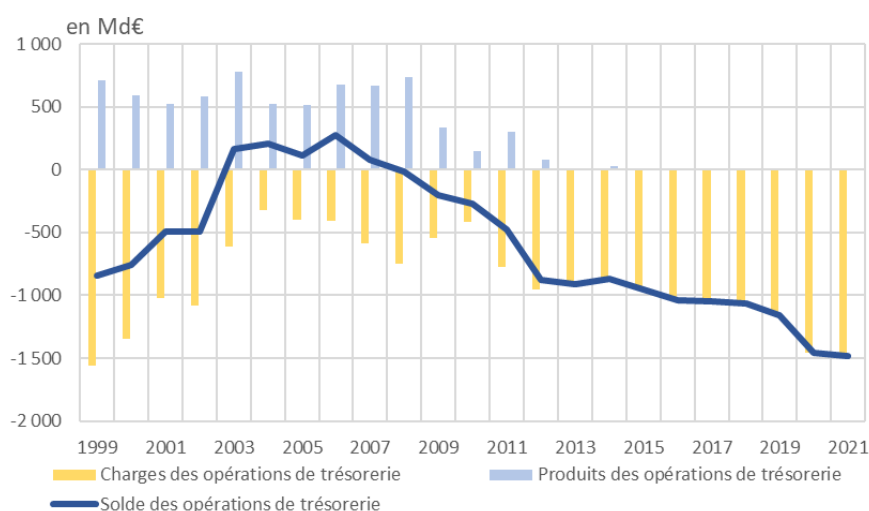
Le solde des opérations de trésorerie s'est légèrement dégradé en 2021 (- 20 M€), poursuivant une tendance continue sur les derniers exercices.

A - Les facteurs liés au maintien de taux d'intérêt négatifs et à la rémunération de dotations pour le financement des investissements d'avenir

La poursuite de cette baisse est due, en premier lieu, à la diminution des taux d'intérêt (négatifs) à court terme, laquelle a renchéri le coût de la trésorerie déposée par l'État à la Banque de France, passé de 485 M€ à 536 M€ entre 2020 et 2021. En 2019, ce coût était de 194 M€, soit un niveau plus de deux fois et demi inférieur à celui constaté fin 2021. Fin 2020, la trésorerie active s'élevait à 113,2 Md€, contre 51,0 Md€ fin 2019. Elle résultait essentiellement du compte courant du Trésor à la Banque de France, dont la position avait augmenté de 63,4 Md€ par rapport à fin 2019 pour atteindre 115,2 Md€ au 31 décembre 2020. Au 31 décembre 2021, le solde était de 119,6 Md€.

Sur une plus longue période, cette dégradation est essentiellement liée à la baisse des taux d'intérêt et aux conditions de rémunération de la trésorerie accordées à certains déposants. Les taux négatifs conduisent à « rémunérer négativement » les dépôts de l'État placés à la Banque de France ou dans d'autres institutions financières.

Graphique n° 23 : solde des opérations de trésorerie



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

Par ailleurs, les dépôts de correspondants effectués dans le cadre de programmes d'investissement public en faveur de l'enseignement supérieur et de la recherche – Plan Campus à partir de 2008, puis programmes d'investissement d'avenir (PIA) 1 et 2 en 2010 puis en 2014 conservent des conditions très favorables de rémunération (4 % pour le Plan Campus et respectivement 3,4 % et 2,5 % pour les PIA 1 et 2)²² dans un contexte de taux très bas. De ce fait, le solde des opérations de trésorerie est négatif depuis 2008. Pour 2021, les intérêts acquittés au titre de la rémunération des dotations non consommables précitées ont atteint 751 M€, soit près de 51 % des dépenses liées à ces opérations.

De nombreuses conventions entre l'État et les opérateurs de PIA et de Plan Campus, pour un total 22 Md€ de trésorerie déposée sur les comptes de l'État sous la forme de dotations non consommables, devaient arriver à échéance en 2020. Ces conventions ont été reconduites avant leur

²² Ces conditions de rémunération ont été fixées par des arrêtés du 15 juin 2010 (pour le PIA 1 et le Plan Campus) et du 3 juin 2014 (pour le PIA 2).

échéance aux mêmes conditions de taux, alors que les taux ont significativement baissé depuis la mise en place de ces conventions.

Pour rappel, la Cour avait critiqué, dans les NEB précédentes et de manière plus récente²³, le traitement inadéquat de ce vecteur de financement budgétaire. En effet, la reconduction à l'identique des conditions établies par ces conventions montre que ces versements de trésorerie correspondent bien à des dotations fixes et reconductibles à ces organismes, plutôt qu'à la rémunération d'un placement financier soumis à des variations économiques. Cette déconnexion est rendue particulièrement manifeste dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt. Il est vrai qu'il a été ensuite mis fin, à compter de la troisième vague des PIA, à ce mécanisme des dotations non consommables, et que celui-ci présentait, en affichage, la garantie de perspectives financières nominales stables sur plusieurs années consécutives pour les affectataires de ces fonds.

B - Le facteur de l'évolution des dépôts des correspondants du Trésor

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 droit²⁴, 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 2013²⁵.

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.

²³ Cf. « La mise en œuvre du programme d'investissement d'avenir », relevé d'observations définitives publié en octobre 2021.

²⁴ S'agissant des fonds libres provenant de libéralités ou d'aliénation d'éléments du patrimoine.

²⁵ Arrêté du 24 janvier 2013 portant application des articles 43 à 47, 134, 138, 141, 142, 143, 195 et 197 du décret n° 2012-1246 du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaire et comptable publique et encadrant les comptes de disponibilité et les dépôts de fonds au Trésor.

En 2021, les intérêts payés par l'État aux déposants ont diminué d'environ 20 M€ par rapport à 2020, pour un total de 163,5 M€, mais ce total masque des évolutions différenciées selon les catégories de déposants.

Tableau n° 11 : intérêts des comptes des déposants (M€)

	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Bpifrance</i>	47,8	42,6	90,7	91,9	113,9
<i>Banques centrales africaines</i>	38,5	54,8	62,6	68,8	38,2
<i>Compte de dépôt de l'IEOM</i>	39,2	29,8	23,0	22,0	0,0
<i>Autres</i>	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Total	125,8	127,6	176,7	183,0	163,5

Source : Agence France Trésor

Dans un sens, on constate ainsi l'accroissement de 22 M€ des intérêts versés par l'État à la Banque de France au titre du placement de la trésorerie de Bpifrance sur le compte courant du Trésor – les taux d'intérêt étant négatifs. La rémunération de Bpifrance avait plus que doublé en 2019 par rapport aux années précédentes, du fait de l'ouverture d'un compte de dépôts rémunéré en août 2018 pour recevoir les sommes allouées au Fonds pour l'innovation et l'industrie (FII). La dotation en numéraire du FII, qui était initialement de 1,6 Md€, a été abondée d'une dotation complémentaire de 1,9 Md€ en juillet 2020, soit un total de 3,5 Md€²⁶. Sa rémunération a été fixée à 2,50 % par l'arrêté du 7 août 2018, qui prévoit cependant une révision à la baisse à partir de 2023 dans le cas où le taux des OAT à 50 ans serait inférieur à 2,50 % à cette date. En application de ce taux, le montant des intérêts acquittés au titre du FII s'est élevé à 87,5 M€ en 2021.

Par ailleurs, Bpifrance dépose des fonds sur le compte de l'État à la Banque de France afin de gérer sa propre trésorerie. Il s'agit principalement des « fonds de garantie » (actifs sécurisant des garanties accordées par l'établissement) dont les dépôts au Trésor peuvent l'être sur des comptes à terme, ouverts pour une durée déterminée (entre 2 ans et 15 ans), en étant rémunérés au taux des emprunts d'État sur cette maturité²⁷ au moment de l'ouverture du compte. La maturité moyenne des comptes ouverts ne peut dépasser 6 années. Lorsque ces comptes arrivent à échéance, Bpifrance peut replacer les fonds ainsi libérés sur de nouveaux comptes à échéance.

²⁶ La dotation en numéraire ne représente qu'une fraction de la valeur totale de ce fonds, qui est constitué pour l'essentiel d'actions cotées des sociétés EDF et Thalès, dont les seuls revenus issus des dividendes sont consommés.

²⁷ Taux « TEC 2 » à « TEC15 ».

Cependant, compte tenu du caractère négatif des taux, aucun nouveau compte à échéance n'a été ouvert en 2021, comme au cours des quatre années précédentes. Ces fonds restent déposés au Trésor, sur un compte à vue rémunéré en référence aux taux BTF avec un plancher à 0 %.

À l'inverse, après avoir augmenté continuellement entre 2017 et 2020 du fait de la hausse de leurs encours placés sur le compte du Trésor à la Banque de France, 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) –, qui est régie par des accords de coopération entre la France et les États de ces unions monétaires, a diminué de 30 M€ en 2021. Cette baisse est imputable à la clôture du compte courant de la BCEAO, conséquence de l'accord de coopération monétaire signé le 21 décembre 2019 avec l'Union économique ouest-africaine (UEMOA) : ayant pris effet en novembre 2020, cet accord a permis à la BCEAO de pouvoir disposer à cette date pleinement de son épargne²⁸ tout en continuant à bénéficier de la garantie de l'État.

Pour les deux autres banques centrales africaines, les conditions de rémunération de leurs dépôts sont demeurées inchangées en 2021, à savoir :

- Pour la BEAC, le taux de la facilité de prêt marginal de la BCE (maintenu inchangé à 0,25 %) jusqu'à la moitié des avoirs extérieurs totaux avec un plancher à 0,75 % (qui s'applique donc actuellement), et le taux principal des opérations de refinancement de la BCE (actuellement à 0 %) au-delà ;
- Pour la BCC, le taux de la facilité de prêt marginal de la BCE (0,25 % actuellement) avec un plancher de 2,5 % qui trouve donc à s'appliquer.

La rémunération de l'Institut d'émission d'outre-mer (IEOM), qui avait connu une diminution de près de 7 M€ entre 2018 et 2019 (du fait d'une révision des conditions de dépôt qui faisait suite à une recommandation de la Cour dans sa NEB 2017²⁹), avant de se stabiliser entre 2019 et 2020, n'est désormais plus retracée par le compte de commerce 903 : la LFI 2021 a en effet opéré une rebudgétisation de cette rémunération au sein du programme 305 – *Stratégies économiques*.

²⁸ Jusqu'alors, la BCEAO devait déposer au moins la moitié de ses avoirs sur le compte du Trésor à la Banque de France, soit 9,7 Md€ à fin 2020.

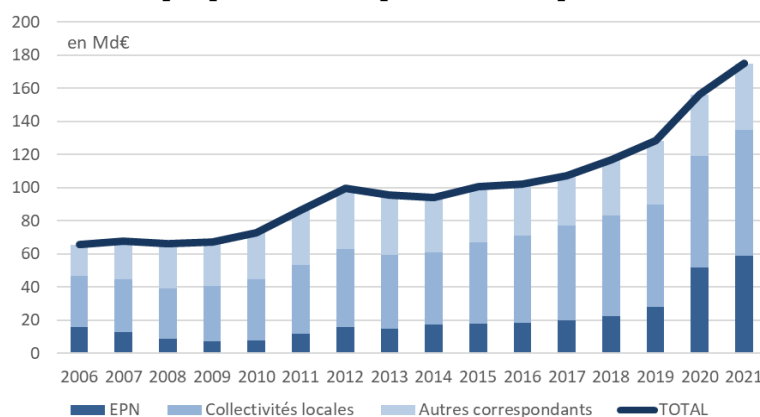
²⁹ Le taux de rémunération a progressivement été ramené de 3,00 % en 2018 à 2,75 % en 2019. De surcroît, depuis le 1er janvier 2018, ce taux ne s'applique qu'au solde créditeur jusqu'à 800 M€, le solde au-delà de 800 M€ étant rémunéré à Eonia moins 0,15 % (avec un plancher à 0,00 %).

Sur longue période, les dépôts des correspondants se sont nettement accrus. 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.

En 2020, les dépôts des correspondants ont poursuivi leur hausse par rapport à 2019 (+27,8 Md€) principalement du fait des établissements publics nationaux (+20,9 Md€)³⁰, des collectivités locales (+6,1 Md€) et dans une moindre mesure des hôpitaux (+2,1 Md€).

En 2021, les dépôts des correspondants ont poursuivi leur augmentation à un rythme soutenu mais néanmoins plus limité qu'en 2020 (+18,7 Md€). L'accroissement des dépôts des collectivités locales correspond globalement à une poursuite de la tendance passée (+8,4 Md€), l'accroissement de la trésorerie des établissements publics nationaux provient pour sa part notamment de flux en provenance de la Société du Grand Paris (SGP) qui, comme en 2020, a profité de l'environnement de taux bas pour émettre par anticipation.

³⁰ La trésorerie des établissements publics nationaux provenait en 2020 de flux « exceptionnels » : accroissement des liquidités détenues par la Société du Grand Paris (SGP), qui s'est davantage endettée sur des échéances de long terme que ce que nécessitaient ses stricts besoins de trésorerie (+8,4 Md€). L'Agence de Services et de Paiement (ASP), opérateur gestionnaire des crédits de l'activité partielle, s'est retrouvé fin 2020 avec un surcroît de trésorerie de 4,5 Md€, l'État lui ayant versé l'intégralité des fonds pour financer l'activité partielle alors qu'une partie de ces dépenses sont intervenues en 2021.

Graphique n° 24 : dépôts des correspondants

Source : Cour des comptes à partir de données DGFIP

Par ailleurs, une partie de cette augmentation s'explique par la centralisation de la trésorerie de nouveaux établissements publics sur le compte du Trésor, avec notamment en 2021 l'intégration de dix nouveaux organismes aux correspondants du Trésor³¹.

La hausse des dépôts des correspondants du Trésor a ainsi contribué à accroître les ressources de financement au cours des dernières années. Dans un contexte où les besoins de financement de l'État vont rester élevés dans les années à venir, la centralisation des trésoreries des organismes publics sur le compte du Trésor devrait être poursuivie et l'évolution des dépôts des correspondants devra être regardée avec une vigilance particulière dans les années à venir.

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. Il ne

³¹ Voir l'ordonnance n° 2020-1496 du 2 décembre 2020 et le décret n° 2021-29 du 14 janvier 2021. Les nouveaux correspondants dont la trésorerie est centralisée sont : l'Institut de France et les cinq académies qui le constituent, l'EPIC BPI France, l'Agence nationale pour la gestion des déchets radioactifs, l'IFP-Energies Nouvelles et le Fonds de garantie de dépôts et de résolution. Par ailleurs, des mesures ont également été prises pour renforcer la centralisation d'organismes qui déposaient déjà une partie de leurs fonds au Trésor : France Compétences, l'Agence nationale pour la rénovation urbaine, le Commissariat à l'énergie atomique, la Monnaie de Paris, le Conseil économique, social et environnemental, l'Institut national de l'audiovisuel, certaines autorités publiques indépendantes (l'Autorité des marchés financiers, la Haute Autorité de santé, le Conseil supérieur de l'audiovisuel, le Haut Conseil du commissariat aux comptes).

peut être exclu que certains de ceux-ci s'endettent à taux négatif tout en déposant les fonds ainsi collectés au Trésor, sans que cela 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.

Tableau n° 12 : rémunération de la trésorerie de l'État (M€)

<i>en M€</i>	2017	2018	2019	2020	2021	Encours moyen 2021	Taux d'intérêt moyen 2021
<i>Pensions livrées</i>	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0	0 %
<i>Prêts interbancaires</i>	-24,9	-35,2	-35,4	-32,3	-31,1	6 327	-0,49 %
<i>Compte courant à la Banque de France</i>	-145,2	-151,4	-194,2	-485,0	-536,2	105 920	-0,50 %
<i>Billets de trésorerie ACOSS</i>	-0,9	-2,0	-2,2	-2,6	0	0	0 %
<i>Divers</i>	2,1	0,0	-1,0	-3,7	-0,2	43	-0,47 %
Total	-168,9	-188,6	-233,2	-523,6	-567,5		

Source : Agence France Trésor (à partir de données provisoires sur l'encours moyen)

L'AFT place les fonds disponibles sur le compte unique du Trésor à la Banque de France, par voie de mise en concurrence auprès de contreparties bancaires, sous forme de prêts sans collatéral ou de prises en pension de titres d'État. Ces liquidités peuvent également être utilisées pour des prêts de court terme à des entités de la sphère publique ou à certains Trésors ou institutions de la zone euro avec lesquels l'AFT a conclu des accords d'échange de trésorerie. Les opérations de placement obéissent à une politique de maîtrise des risques fondée sur des limites de montant par contrepartie (qui sont fonction notamment de leur notation de crédit) et par des limites de maturité suivant que la contrepartie est un établissement de crédit ou un État de la zone euro.

Dans l'intérêt financier de l'État, ces placements sont effectués s'ils sont mieux rémunérés que le compte du Trésor à la Banque de France³².

La gestion de la trésorerie dans un contexte de taux négatifs et de politique monétaire très expansionniste s'avère être moins propice à des

³² Celui-ci est rémunéré, au taux EONIA jusqu'au seuil de 820 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.

arbitrages de rendement sur les placements à très court terme. Du fait de l'abondance de liquidités résultant de la politique d'assouplissement quantitatif mené par la BCE, les taux proposés sur le marché interbancaire par les banques les plus sûres, avec lesquelles l'AFT traite prioritairement, 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. En 2021, l'activité de placements de l'Agence France Trésor s'est poursuivie de façon réduite, conséquence de la mise en place de mesures par la Banque centrale européenne pour contrer les effets de la situation économique et sanitaire.

En pratique, les placements de trésorerie de l'AFT permettent de dégager des revenus par rapport à une situation où la seule option serait de déposer les fonds sur le compte de la Banque de France. Compte tenu des volumes de trésorerie en jeu, ces volumes peuvent représenter des sommes très importantes, et jusqu'à plusieurs centaines de M€ au total.

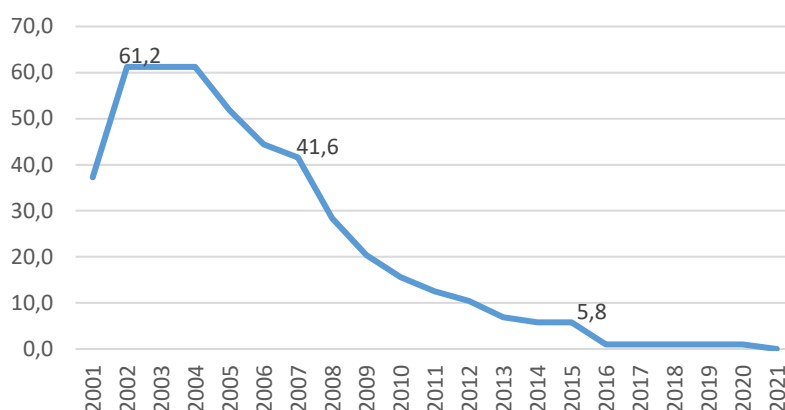
Ces placements de trésorerie prennent parfois la forme de détention de billets de trésorerie émis par l'Acoss (0,56 Md€ en moyenne sur les années 2019 et 2020). L'encours de billets de trésorerie à l'Acoss en 2021 est nul car l'Acoss n'a pas exprimé de besoin. Le dernier titre de court terme négocié avec l'Acoss date ainsi d'avril 2020. L'État avait alors prêté des fonds à l'Acoss en mars et avril 2020, pour faire face aux tensions du marché, en amont de la mobilisation des services de la DG Trésor pour la constitution d'un plan de financement. Ce plan a permis à l'Acoss de ne pas avoir à recourir aux billets de trésorerie souscrits avec l'État.

III - Des opérations passées 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 était ainsi résiduel et stable ces dernières années, s'étant maintenu à 1,0 Md€ entre 2016 et 2020 (contre 5,8 Md€ en 2015)³³. Cet encours est désormais nul, les derniers *swaps* du portefeuille étant arrivés à échéance en octobre 2021.

Avant cette date, les opérations de *swaps* ont généré pour l'exercice 2021 des revenus (nets des coûts associés) d'environ 26 M€, à un niveau proche des montants observés depuis 2017. Ces opérations sont retracées dans la seconde section du compte de commerce.

³³ Correspondant pour moitié à des swaps « receveur taux fixe / payeur taux variable » et pour moitié à des swaps « payeur taux fixe / receveur taux variable ».

Graphique n° 25 : encours de contrats d'échange (swaps) en Md€

Source : Agence France Trésor

Tableau n° 13 : rémunération de la gestion active de la dette (M€)

Dépenses	M€	Recettes	M€
<i>Gestion active de la dette : intérêts des instruments financiers à terme</i>	5	Gestion active de la dette : intérêts perçus au titre des contrats d'échange de taux d'intérêt	30
<i>Gestion active de la dette : intérêts des appels de marge sur contrats d'échange de taux d'intérêt</i>	-	Gestion active de la dette : rémunération des appels de marge sur contrats d'échange de taux d'intérêt	1
Total	5		30
Solde			26

Source : Agence France Trésor

Chapitre III

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 2021, le « plafond de la variation nette, appréciée en fin d'année et en valeur nominale, de la dette négociable de l'État d'une durée supérieure à un an est fixé à 142,5 milliards d'euros » (article 93 de la LFI 2021). Ce plafond est demeuré inchangé par les deux lois de finances rectificatives adoptées en cours d'exécution.

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 depuis 2017 que la LFI apporte cette précision chaque année. En l'espèce, ce plafond a été respecté en 2021.

La loi de finances pour 2021 autorise, en son article 97 (« état E »), un découvert en cours d'année de chaque section du compte de commerce. En pratique, le suivi du compte de commerce ne s'appuie pas sur une restitution quotidienne du solde du compte mais sur les paramétrages Chorus qui garantissent le respect de l'équilibre et sur les arrêtés décennaires. Les découverts des première et deuxième sections ont atteint leurs points les plus hauts respectivement lors de la dernière décade d'avril (11,2 Md€), lors de la dernière décade de mai (8,2 Md€) et lors de la dernière décade d'octobre (9,9 Md€). 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 respectés³⁴.

³⁴ Ces autorisations n'ont pas été revues dans les LFR de 2021.

Chapitre IV

Les recommandations de la Cour

I - Le suivi des recommandations formulées au titre de 2020

La Cour n'a pas formulé de recommandation au titre de l'année 2020.

II - Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2021

La Cour ne formule pas de recommandation au titre de l'année 2021