



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

Note d'analyse
de l'exécution budgétaire

2015

Compte de commerce - Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

Recettes - LFI	46 878 000 000
Solde - LFI	141 000 000
Solde cumulé - LFI	3 608 462 211
Recettes - Exécution	44 424 329 639
Solde - Exécution	144 775 450
Solde cumulé - Exécution	3 753 237 661

Synthèse

Les dépenses de 2015 et la gestion des crédits

Le besoin de financement de l'État s'est établi pour 2015 à 189,1 Md€, en hausse de 10 Md€ par rapport à 2014. Les amortissements représentent une part prépondérante du besoin de financement, le déficit à financer ayant atteint en 2015 son niveau le plus bas depuis 2009. Le programme d'émissions brutes de long terme a été le plus important jamais réalisé par la France (220 Md€). En effet, comme les dernières années, l'AFT a en effet émis plus que nécessaire afin de procéder au rachat (remboursement anticipé) de titres de dette venant à échéance en 2016 et 2017, pour diminuer les amortissements des années à venir.

En 2015, la charge de la dette et de la trésorerie (avant opérations de *swaps*), s'établit à 42,1 Md€, en baisse de 1 Md€ par rapport à l'exécution 2014. Comme les années précédentes, elle est inférieure à la prévision de loi de finances, à hauteur de 2,2 Md€, la loi de finances rectificative pour 2015 ayant procédé à l'annulation de 2 Md€ de crédits. La France a en effet connu des conditions de financement à nouveau très favorables, liées à la politique monétaire non conventionnelle de la BCE, et à la faiblesse de l'inflation.

Le solde des opérations de trésorerie, structurellement déficitaire, du fait de la dépense d'intérêts liée aux programmes d'investissement d'avenir, s'est établi à -955 M€ au lieu de -936 M€, les placements de trésorerie s'étant effectués tout au long de l'année à taux négatif.

Appréciation d'ensemble

Régularité

La régularité de l'exécution de l'année 2015 n'appelle pas de remarque particulière.

Performance

La démarche de performance est examinée dans la NEB **Engagements financiers de l'État**, dans le cadre de l'examen de l'exécution du programme 117 – **Charge de la dette et de la trésorerie de l'État**, qui abonde la première section du compte de commerce.

Soutenabilité budgétaire

La charge de la dette et de la trésorerie est inférieure au montant prévu dans le budget triennal 2015-2017. En LFI pour 2016, le Gouvernement a prévu une charge de la dette de 44,5 Md€, sur la base d'hypothèses d'un retour modéré de l'inflation et d'une hausse des taux.

La dette de l'État s'établit fin 2015 à 1 576 Md€ soit une hausse de 48 Md€ par rapport à 2014. Cette augmentation, moins rapide que les années précédentes, est inférieure au déficit de l'année (70,5 Md€) : en effet, l'État a enregistré en 2015 des ressources de trésorerie importantes constituées par les primes à l'émission perçues sur les titres émis à partir de souches anciennes (« *off-the-run* »). Les investisseurs acceptent en effet de payer une prime pour acheter ces titres porteurs de coupons plus élevés que les taux en vigueur en 2015, dans un contexte de taux de marché très bas. Selon l'AFT, le recours à l'émission de titres à partir de souches anciennes dans une proportion plus élevée que les années précédentes s'explique par la forte demande des investisseurs pour ces titres, celle-ci résultant de la politique d'achats de titres souverains par la BCE.

Le rythme d'accroissement de la dette, inférieur au déficit budgétaire, s'est donc ralenti principalement sous l'effet d'une politique d'émission faisant une plus large part aux titres émis à partir de souches anciennes. Cette stratégie d'émission a pour contrepartie, dans les conditions de taux actuelles, une charge budgétaire de la dette plus élevée pour les exercices suivants. Elle est en revanche neutre sur la charge de la dette en comptabilité nationale et en comptabilité générale, les primes et décotes étant étalées sur la durée de vie des emprunts concernés dans les deux référentiels.

Ainsi, la moindre croissance de l'encours de la dette ne traduit pas une réduction du déficit public à due proportion mais résulte principalement de la stratégie d'émission. Plus généralement, cette situation est permise par la baisse rapide des taux au cours des dernières années, conséquence de la politique monétaire de la Banque

Centrale Européenne, qui réduit fortement le coût de financement des États.

Le poids de la dette dans le PIB a continué à augmenter en 2015 par rapport à 2014, le déficit budgétaire ayant été supérieur au solde stabilisant le poids de la dette dans le PIB.

La dette française est exposée au risque de taux. À croissance inchangée, une remontée des taux entraînerait un accroissement de la charge de la dette et une dégradation du déficit. L'AFT estime qu'une remontée des taux de 1 % sur l'ensemble de la courbe des taux conduirait à augmenter la charge de la dette de 2,1 Md€ la première année, puis de 4,8 Md€ la deuxième année, 6,9 Md€ la troisième année, et de 16,5 Md€ au bout de 10 ans.

Les recommandations de la Cour

Le suivi des recommandations formulées au titre de la gestion 2014

La Cour n'avait pas formulé de recommandation au titre de l'exercice 2014.

Les recommandations formulées au titre de la gestion 2015

La Cour formule au titre de l'exercice 2015 une recommandation concernant le suivi de la performance dans la NEB *Engagements financiers de l'État*.

Sommaire

Introduction	7
1 Les dépenses de 2015 et la gestion des opérations.....	9
1.1 Le résultat de 2015	9
1.2 La programmation des crédits	23
1.3 La gestion des crédits en cours d'exercice	24
2 Les grandes composantes des dépenses et des recettes.....	25
2.1 Opérations relatives à la dette primaire	25
2.2 Opérations relatives à la trésorerie	26
2.3 Opérations de gestion active de la dette (<i>swaps</i>).....	32
3 Régularité, soutenabilité et performance budgétaires.....	33
3.1 La régularité de l'exécution budgétaire	33
3.2 La soutenabilité	33
3.3 La démarche de performance	36
4 Les recommandations de la Cour.....	37
4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2014.....	37
4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2015.....	37

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 primaire 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 réguliers de crédits¹ du programme 117 - ***Charge de la dette et trésorerie de l'État*** de la mission **Engagements financiers de l'État**. Est ainsi inscrite au budget général la charge de la dette et de la trésorerie avant opérations de gestion active (*swaps*). Conformément à l'article 113 de la loi de finances rectificative pour 2004 du 30 décembre 2004, la section 1 fait l'objet d'une autorisation de découvert évaluative. Cette autorisation a été maintenue à 17,5 Md€ dans la loi de finances initiale pour 2015 (LFI), comme les années précédentes. En cas de dépassement de l'autorisation de découvert, le ministre chargé des finances informe sans délai les commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat du montant et des circonstances de ce dépassement.

Ne bénéficiant pas d'un abondement du budget général, la section 2 fait l'objet d'une autorisation de découvert limitative dont le montant a été fixé, comme les années passées, à 1,7 Md€ en 2014. La section 2 est néanmoins, comme les années précédentes, en excédent, les opérations de swaps gérées en extinction continuant à produire des recettes.

La structure des recettes et dépenses inscrites à la section 1 correspond aux deux actions du programme 117 : (1) dette et (2) trésorerie de l'État.

En dépenses figurent les intérêts des emprunts d'État (BTF, BTAN et OAT à taux fixe, variable ou indexé) ainsi que la charge d'indexation des OAT/BTAN indexés sur l'inflation française ou européenne. Les charges de la dette comprennent également les frais

¹ Les versements sont réalisés les 10, 20 et dernier jour ouvré de chaque mois.

et commissions directement liés à la gestion de la dette négociable, les intérêts des dettes reprises par l'État, ainsi que les charges relatives aux opérations de couverture qui leur sont rattachées.

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

Les dépenses liées à la trésorerie comprennent la rémunération des dépôts de certains correspondants du Trésor, la charge d'intérêts des emprunts sur le marché interbancaire et désormais la rémunération du compte du Trésor à la Banque de France. 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 au placement sur le marché interbancaire des excédents temporaires de trésorerie ainsi que 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 en 2001 et suspendu en 2002.

Au total, le compte de commerce est en fin d'année en excédent de 145 M€, ce montant correspondant aux produits (recettes moins dépenses) générés par les opérations de gestion active de la dette, retracées dans la deuxième section du compte de commerce. Ce résultat est conforme à l'évaluation du solde en LFI pour 2015 qui s'établissait à 141 M€.

Tableau n° 1 : Compte de commerce en exécution 2015

	LFI 2015	Exécution 2015
<i>Recettes</i>	46 878 000 000	44 424 316 161
<i>Dépenses</i>	46 737 000 000	44 279 540 711
<i>Solde du compte</i>	141 000 000	144 775 450

Source : LFI 2015, AFT (données en date du 30 janvier 2016)

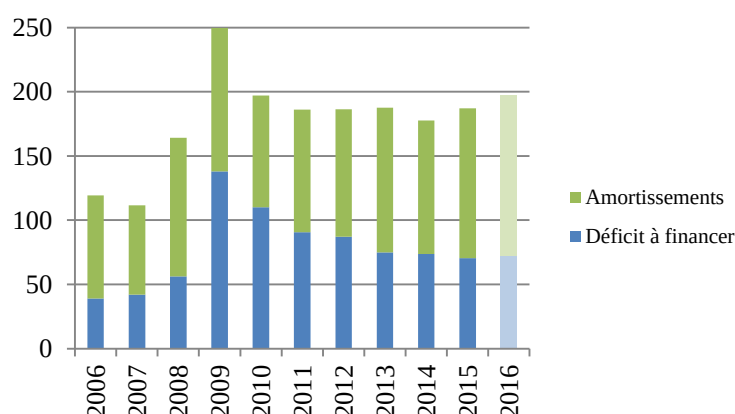
1 Les dépenses de 2015 et la gestion des opérations

1.1 Le résultat de 2015

1.1.1 Un besoin de financement élevé malgré la réduction du déficit

Le besoin de financement de l'État s'est établi pour 2015 à 189,1 Md€, en hausse de 10 Md€ par rapport à 2014. Le besoin de financement de l'État augmente, après deux années de légère diminution, pour s'établir à un niveau proche de celui de 2012. Le besoin de financement est principalement constitué de deux éléments : le financement des amortissements de la dette venant à échéance d'une part, le financement du déficit budgétaire d'autre part. À la différence de la situation qui prévalait en 2012, les amortissements représentent une part prépondérante du besoin de financement, le déficit à financer ayant atteint en 2015 son niveau le plus bas depuis 2009.

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



Source : synthèse Cour des comptes, données AFT, LFI 2016

Les amortissements de 2015 atteignent leur montant le plus élevé depuis 2008, et ce malgré les importants rachats de titres arrivant à échéance en 2015 réalisés au cours des deux exercices

précédents. En l'absence de rachats, la dette à rembourser en 2015 se serait établie à 154 Md€ au lieu de 116 Md€.

**Tableau n° 2 : Tableau de financement en exécution pour 2015
(en Md€)**

Besoin de financement (Md€)	Exécution 2012	Exécution 2013	Exécution 2014	LFI 2015	Exécution 2015
Amortissement de la dette à moyen et long terme	97,9	106,7	103,8	116,5	116,4
Amortissement des autres dettes	1,3	6,1	0,2	0,1	0,1
Solde à financer	87,2	74,9	73,6	74,4	70,5
Autres besoins de trésorerie	0,6	-2,2	1,4	1,3	2,0
Total	187,0	185,5	179,0	192,3	189,1
Ressources de financement (Md€)	Exécution 2012	Exécution 2013	Exécution 2014	LFI 2015	Exécution 2015
Émissions de dette à moyen et long terme nettes des rachats	178	168,8	172	187	187
Ressources affectées à la CDP	-	0	1,5	4	0,8
Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme	-11,2	7,2	1,4	0	-22,6
Variation des dépôts des correspondants	13,4	-4,2	-1,4	0	6,7
Variation du compte du Trésor	-2,0	7,9	-1,4	0,8	-5,2
Autres ressources de trésorerie	8,9	5,7	6,9	0,5	22,4
Total	187,0	185,5	179,0	192,3	189,1

Source : Agence France Trésor

Le besoin de financement est inférieur de 3,2 Md€ à la prévision de loi de finances initiale.

Cet écart s'explique en premier lieu par l'amélioration du solde budgétaire de l'État, qui s'est amélioré de 3,9 Md€ par rapport à la prévision.

Les autres besoins de trésorerie ont été en revanche supérieurs de 0,7 Md€ à la prévision. Cette augmentation est notamment liée au fait que la charge d'indexation des titres indexés, moins forte que prévu (elle s'élève à 0,5 Md€ au lieu de 1,9 Md€ prévus). Cette dernière est retracée comptablement dans le déficit budgétaire mais n'a pas d'impact en trésorerie. Elle est donc retranchée du besoin de financement qui résulte du déficit budgétaire. Cette charge étant moins importante que prévu, le montant à retrancher du besoin de financement est plus faible.

D'autres écarts à la prévision sont constatés : les montants à décaisser au titre des dotations consommables des PIA ont été plus faibles que prévu. La charge d'amortissement de la dette à moyen et long terme est légèrement réduite (de l'ordre de 100 M€) en raison d'une inflation moins dynamique que prévu, qui a réduit la charge d'intérêt sur les titres indexés versée en juillet 2015. L'ajustement entre l'exécution budgétaire et l'impact en trésorerie réduit également le besoin de financement.

Comme prévu, le besoin de financement de l'année comportait également le montant à amortir au titre des dettes reprises de tiers par l'État. Ce dernier a ainsi remboursé 0,1 Md€ de dette reprise de la SNCF, correspondant à un emprunt en dollars canadiens, ainsi qu'au swap de change qui lui était associé. La dette reprise qui reste à amortir à la fin de l'année 2015 concerne uniquement la SNCF et s'établit à 1,4 Md€.

S'agissant des ressources de financement, les émissions nettes des rachats s'établissent au niveau élevé de 187 Md€ (ce montant n'a été dépassé sur la dernière décennie qu'en 2010, date à laquelle elles s'établissaient à 188 Md€), le programme indicatif d'émissions de moyen et long terme ayant été respecté. Les rachats de dette à moyen et long terme se sont élevés à 33 Md€. En conséquence, les émissions brutes de dette se sont élevées à 220 Md€, niveau jamais atteint jusqu'alors.

Les autres ressources de financement ont connu des variations notables par rapport à la prévision. En particulier, les primes à l'émission s'établissent au niveau très élevé de 22,7 Md€. Cette recette de trésorerie a permis de réduire l'encours de la dette à court

terme qui diminue d'un montant équivalent par rapport à la fin de l'année 2014.

Les autres ressources constituées par les dépôts des correspondants au Trésor ont augmenté de 6,7 Md€. En fin d'année, les disponibilités au Trésor avaient augmenté de 5,2 Md€ par rapport à la fin de l'année 2014. La Caisse de la dette publique (CDP) a bénéficié de l'affectation de 0,8 Md€ au lieu de 4 Md€ prévus en LFI.

1.1.2 La charge de la dette et de la trésorerie de l'État a poursuivi sa décrue en 2015

En 2015, la charge de la dette et de la trésorerie de l'État (avant opérations de *swaps*), s'établit à 42,1 Md€, en baisse de 1 Md€ par rapport à l'exécution 2014. Elle est en baisse depuis le pic atteint en 2012 (46,3 Md€).

Tableau n° 3 : Évolution de l'encours et de la charge de la dette de l'État (Md€)

Md€	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Charge de la dette et de la trésorerie	37,6	40,5	46,3	46,3	44,9	43,2	42,1
Encours de la dette	1 148	1 229	1 313	1 386	1 457	1 528	1 576

Source : synthèse Cour des comptes

La baisse de la charge de la dette par rapport à 2014 tient principalement aux taux courts, devenus négatifs, qui permettent d'enregistrer des recettes et non plus de verser des intérêts sur les BTF. La charge de la dette à court terme est ainsi inférieure de plus de 400 M€ à son niveau de 2014. La charge d'indexation du capital des titres indexés diminue également de moitié et contribue à réduire la charge de la dette de l'ordre de 400 M€ par rapport à 2014. Enfin, les intérêts versés sur la dette à moyen et long terme diminuent de plus de 200 M€. La charge de trésorerie s'établit à près d'1 Md€ en légère hausse de 86 M€.

Tableau n° 4 : Évolution de la charge de la dette et de la trésorerie (avant swaps) en 2015

<i>En M€</i>	Exécution 2014	Exécution 2015	Evolution
Dettes négociables	42 193	41 094	-1 099
Intérêts des OAT et BTAN nets des coupons courus	41 118	40 897	-221
Intérêts des BTF	142	-301	-443
Charge d'indexation du capital des titres indexés	932	499	-433
Dettes reprises et frais de gestion de la dette négociable	97	87	-10
Dettes non négociables	0	0	0
Trésorerie	869	955	+86
Charge de la dette et de la trésorerie (avant swaps)	43 159	42 136	-1 022

Source : Agence France Trésor

Ainsi, malgré la poursuite de l'augmentation de l'encours de dette, la charge de la dette continue à baisser en 2015 du fait de la baisse des taux, en particulier des taux courts, et du faible niveau de l'inflation.

Tableau n° 5 : Les facteurs d'évolution de la charge de la dette négociable en 2015 par rapport à 2014

TOTAL (M€)	-1 097
Effet taux	-1831
Effet inflation	-477
Effet volume	+1270
Effet calendaire	-59

Source : Agence France Trésor

1.1.3 L'environnement de marché en 2015

Les conditions de financement ont été très favorables en 2015 dans l'ensemble de la zone euro. La politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) a eu pour effet de maintenir les taux souverains à des niveaux bas. La BCE a annoncé le 22 janvier 2015 la mise en œuvre d'un programme de rachats d'actifs notamment de titres obligataires souverains. Elle a par ailleurs maintenu le taux de la facilité de dépôt à un niveau négatif (-0,20 % jusqu'en décembre 2015, puis -0,30 % à partir du 9 décembre 2015). La hausse des taux engagée par la Fed qui a relevé son taux directeur en fin d'année pour la première fois depuis 2008 n'a pas entraîné de hausse des taux

d'intérêt en Europe, du fait de la politique monétaire de la zone euro et de l'anticipation d'un relèvement très progressif des taux aux États-Unis.

Le programme étendu d'achats d'actifs de la BCE

La BCE a annoncé le 22 janvier 2015 un programme d'achats d'actifs, visant un montant cumulé de 60 Md€ par mois. La BCE achète sur le marché secondaire des obligations émises par les administrations centrales, les agences et les entreprises de la zone euro contre de la monnaie banque centrale. Le programme doit s'étendre au moins jusqu'en septembre 2016. L'objectif de ce programme est d'assouplir encore les conditions financières dans la zone euro pour permettre un retour de l'inflation proche de la cible de 2% de la BCE.

En décembre 2015, le président de la BCE a annoncé que le programme serait prolongé jusqu'en mars 2017 et étendu aux titres de dette émis par les collectivités locales de la zone euro. En mars 2016, la BCE a décidé de porter ses achats à hauteur de 80 Md€ par mois et de les étendre aux titres obligataires d'entreprises non financières.

Cependant, alors que la baisse des taux longs avait été continue en 2014, l'année 2015 se caractérise par une plus grande volatilité. En effet, les pays de la zone euro ont connu une remontée des taux rapide au mois d'avril, ce mouvement s'expliquant probablement par des anticipations plus positives des investisseurs quant aux perspectives de retour de la croissance et de l'inflation en zone euro. Au second semestre 2015, les taux se sont stabilisés.

Tableau n° 6 : Taux moyen à l'émission des emprunts à 3 mois et à 10 ans (%)

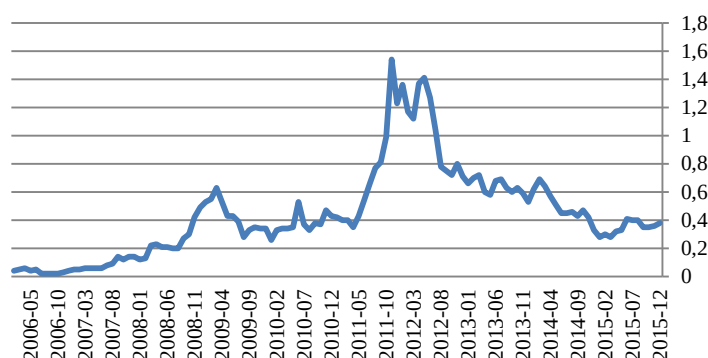
	2014				2015				Année	Année
	1 ^{er} Trim	2 ^e Trim	3 ^e Trim	4 ^e Trim	1 ^{er} Trim	2 ^e Trim	3 ^e Trim	4 ^e Trim	2014	2015
3 mois	0,15	0,14	0,00	-0,02	-0,10	-0,18	-0,20	-0,27	0,07	-0,19
10 ans	2,35	2,03	1,50	1,20	0,70	0,89	1,21	0,97	1,87	0,93

Source : Agence France Trésor

Ainsi, le taux à 10 ans français a atteint son plus bas niveau historique en avril 2015 à 0,35 % puis a connu une forte hausse de l'ordre de 80 points de base en avril et s'est stabilisé au second semestre autour de 1 %. L'écart entre le taux à 10 ans français et le taux à 10 ans allemand, après avoir continué sa décrue en 2014, est

revenu aux alentours de son niveau de 2009-2010, légèrement au-dessous de 40 points de base.

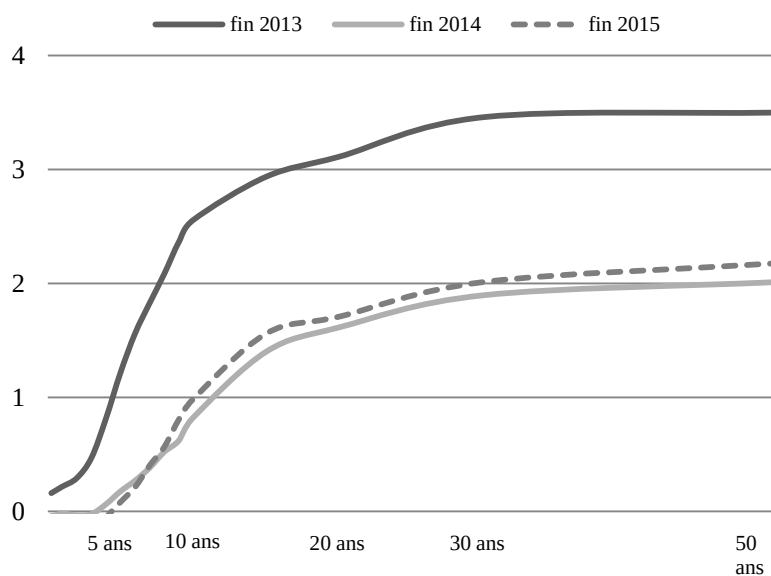
Graphique n° 2 : Écart entre les taux français et allemand à 10 ans (en points)



Source : BCE, synthèse Cour des comptes

Les taux courts ont été très faibles également, sous l'effet du maintien à un niveau négatif du taux de la facilité de dépôt de la BCE, taux auquel les banques peuvent déposer leurs fonds au jour le jour auprès de l'Eurosystème. Le taux des BTF à 3 mois a ainsi évolué entre -0,35 % et -0,10 % au cours de l'année 2015.

En fin d'année 2015, la courbe des taux sur l'État français est toutefois légèrement moins favorable qu'en 2014 à partir d'une maturité de 7 ans.

Graphique n° 3 : Courbe des taux sur l'État français

Source : Agence France Trésor

En définitive, en moyenne sur l'année 2015, malgré le redressement des taux au second semestre, le taux moyen pondéré des émissions à court et moyen-long terme de la France a atteint son plus bas historique. Le taux moyen pondéré des émissions à court terme est négatif, s'établissant à -0,19 % au cours de l'année 2015. Le taux moyen pondéré des émissions à moyen et long terme s'établissait à 0,63 %.

**Tableau n° 7 : Taux moyen pondéré à l'émission des emprunts
d'État**

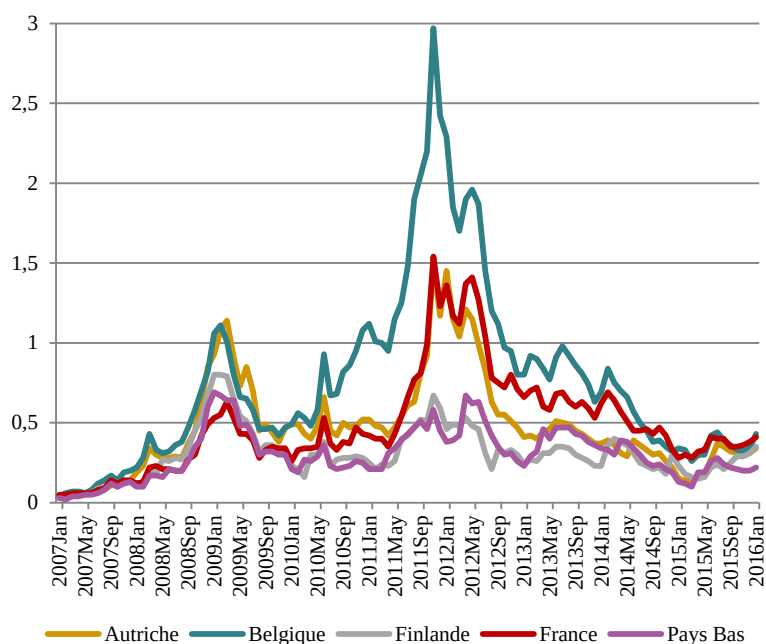
<i>En %</i>	Moins d'un an (BTF)	Moyen long terme (OAT et BTAN)
Moyenne (1998 - 2007)	3,10	4,15
2007	3,94	4,24
2008	3,61	4,13
2009	0,70	2,95
2010	0,45	2,53
2011	0,81	2,80
2012	0,08	1,86
2013	0,06	1,54
2014	0,07	1,31
2015	-0,19	0,63

Source : Agence France Trésor

La notation souveraine de la France a été maintenue identique en 2015 par rapport à 2014 par deux des principales agences internationales de notation (S&P et Fitch), l'agence Moody's ayant dégradé la note de la France en 2015 d'un cran, assortie d'une perspective stable. La France obtient ainsi la troisième meilleure note possible auprès des trois principales agences de notation. Sa notation est équivalente à celle de la Belgique.

Les conditions de financement de la France montrent une situation favorable par rapport aux autres grands pays de la zone euro comme l'Italie et l'Espagne, mais une situation relative moins favorable au sein des pays du « cœur de la zone euro ».

Graphique n° 4 : Écart de taux à 10 ans entre l'Allemagne et les autres pays du cœur de la zone euro (en points)



Source : BCE, synthèse Cour des comptes

1.1.4 La stratégie d'émission de l'État

Comme chaque année, en application de ses principes d'action, l'AFT a cherché à s'adapter à la demande des investisseurs afin de couvrir dans les meilleures conditions possible le programme de financement.

L'AFT a effectué cette année son plus important programme d'émissions à moyen et long terme, les émissions brutes s'étant établies au niveau le plus élevé jamais atteint de 220 Md€ et les rachats d'émissions à moyen et long terme à 33 Mds€, soit des émissions nettes de 187 Md€. Ce niveau est conforme au programme indicatif de financement. Le rythme d'émission a été régulier au cours de l'année, à l'exception toutefois du mois d'août.

Tableau n° 8 : Montant des émissions de titres à moyen et long terme

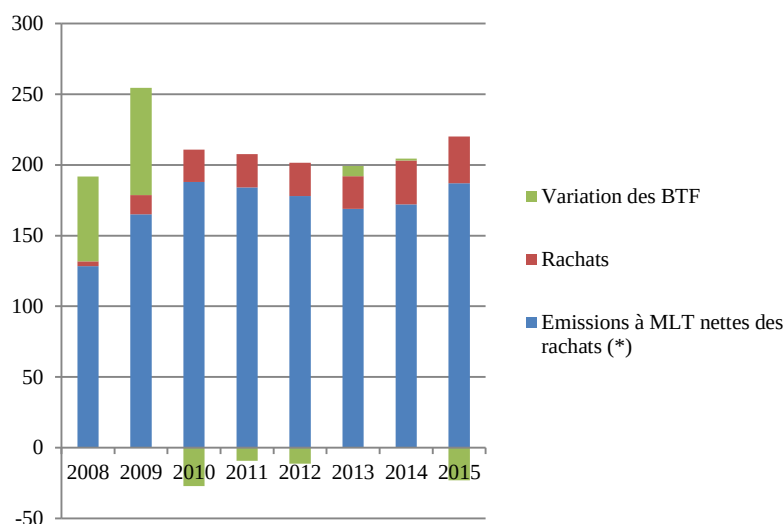
<i>En Md€</i>	2013	2014	2015
Emissions à long terme (>5 ans)	92,0	99,7	110,7
Emissions à moyen terme	83,2	85,7	91,6
Titres indexés	16,8	17,7	17,8
Total des émissions moyen et long terme brutes	192,0	203,1	220,0
Rachats	23,2	31,1	33
Total des émissions moyen et long terme nettes des rachats	168,8	172,0	187

Source : Agence France Trésor

Les rachats ont été élevés, s'établissant à 33 Md€ en 2015, ces opérations consistant en des remboursements anticipés de dette à moyen et long terme venant à échéance en 2016 (24,8 Md€) et 2017 (8,2 Md€). Les rachats de dette à moyen et long terme visent à lisser le programme de financement dans le temps : ces opérations, qui sont prévues par le cadre général d'activité de l'AFT, et dont le principe est autorisé en loi de finances, consistent à rembourser de manière anticipée des titres de dette venant à échéance au cours des deux prochaines années. Le montant à amortir l'année suivante est donc réduit. Ils permettent par ailleurs l'allongement de la maturité moyenne de la dette française, en « remplaçant » des titres de maturité résiduelle de un ou deux ans par des titres longs, ce qui contribue à réduire le risque de refinancement. L'opération est intéressante dans la conjoncture actuelle de taux bas, où le risque principal est celui de remontée des taux. Les rachats permettent en effet de tirer le bénéfice des taux bas sur le montant des rachats de l'année de 33 Md€.

Ces rachats ont engendré une moindre ressource de trésorerie de 1 Md€ en 2015 (au lieu de 0,7 Md€ en 2014). Le décret du n° 2014-1693 du 30 décembre 2014 relatif à l'émission des valeurs du Trésor prévoit une publication des conditions de ces rachats mais seulement pour les opérations par adjudication et non pour les rachats de gré à gré.

Graphique n° 5 : Ressources de marché (émissions de moyen et long terme et variation de la dette à court terme) (Md€)



Source : données AFT, synthèse Cour des comptes

Par ailleurs, l'État a enregistré d'importantes primes à l'émission, générées par l'émission de titres à partir de souches anciennes, mieux rémunérées que les titres émis sur des souches nouvelles, et qui sont donc payés par les investisseurs à un prix dépassant leur valeur nominale. Cette « prime » à l'émission est actuariellement neutre au cours de la vie du titre. L'AFT enregistre une recette de trésorerie à l'émission, qui permet de limiter le recours à l'endettement de l'année.

Les émissions à partir de souches anciennes sont pratiquées par l'AFT depuis septembre 2007 et ont été systématisées à partir de 2008. En 2015, les émissions « *off-the-run* » ont représenté 33 % des émissions de moyen et long terme au lieu de 22 % en 2014 (67,3 Md€ en 2015 au lieu de 40,5 Md€ en 2014). Il s'agit d'un montant élevé mais déjà atteint en 2011. Dans le contexte de baisse rapide des taux, les primes à l'émission qui en résultent sont particulièrement élevées puisqu'elles s'établissent à 22,7 Md€ en 2015 au lieu de 7,4 Md€ en 2014.

Selon l'AFT, cette forte demande pour des titres issus de souches anciennes peut être une conséquence de la politique d'achats

de titres souverains par la Banque centrale européenne, qui a induit une demande supplémentaire pour toutes les maturités et titres existants. Ces achats ont engendré une demande particulière sur le marché secondaire mais également à l'occasion des adjudications de l'AFT, appelant à une réémission de titres anciens en plus grand volume que les années précédentes, afin de maintenir la meilleure liquidité possible de l'ensemble des OAT.

L'État a fait le choix de mettre à profit les ressources de trésorerie résultant des primes à l'émission pour racheter des BTF, à hauteur de 12 Md€, contribuant ainsi à réduire la part de la dette à court terme. La Caisse de la dette publique (CDP) a contribué à ces rachats à hauteur de 0,8 Md€, grâce à des ressources affectées par le CAS *Participations financières de l'État*.

Le choix de diminuer la dette à court terme, qui baisse au total de 22,6 Md€ par rapport à la fin de l'année 2014 malgré les taux d'intérêt négatifs, s'explique par la volonté de limiter le risque de taux, la part à court terme de la dette étant la plus sensible à ce risque. Ce choix de gestion est guidé par la prudence. Une autre option aurait été de ne pas réduire l'encours de BTF mais d'émettre moins de dette à moyen et long terme. Par souci de prévisibilité vis-à-vis du marché, auquel l'AFT annonce en début d'année un programme de financement indicatif, cette option n'a pas été retenue. La part de la dette à court terme revient ainsi à un niveau d'environ 10 % plus proche des niveaux qui prévalaient avant la crise, un pic à 19 % ayant été atteint en 2009.

Au total, l'encours de la dette de l'État s'élevait fin 2015 à 1 576 Md€ (au lieu de 1 528 Md€ fin 2014) dont 1 321 Md€ d'OAT, 102 Md€ de BTAN et 153 Md€ de BTF. La part de titres indexés s'élevait à 190 Md€ soit 12 % du total. L'augmentation de l'endettement net à plus d'un an s'est élevé à 72,9 Md€, le plafond fixé en LFI pour 2015 à ce niveau étant respecté.

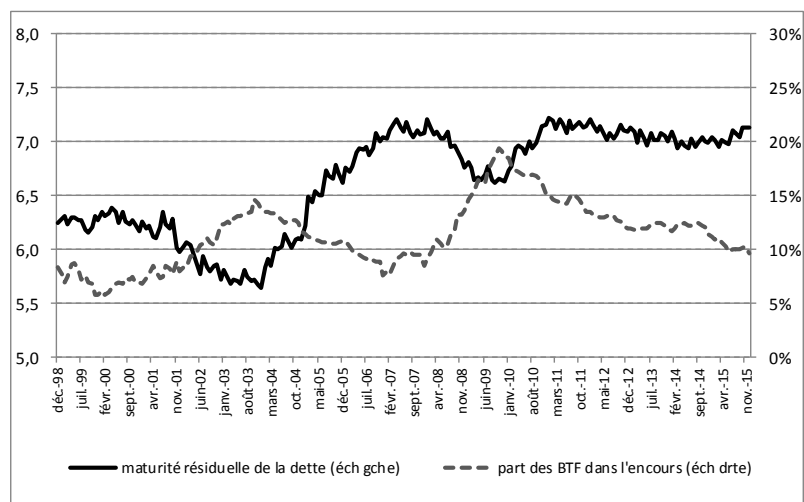
Par ailleurs, la demande des investisseurs a été plus forte pour les maturités plus longues, les émissions de titres de maturité comprises entre 10 et 50 ans ayant représenté 110,7 Md€ soit 50 % du total des émissions de moyen et long terme de l'année, au lieu de 47 % du total de 2014. La demande a été moins forte pour les titres de maturité de 3-4 ans (-7,6 Md€).

En conséquence de ces maturités plus longues, de la baisse de l'encours de dette à court terme, et du montant élevé des émissions de moyen et long terme cette année, la maturité moyenne de la dette

totale a augmenté. Elle s'est établie ainsi à 7 ans et 47 jours à la fin de l'année 2015 au lieu de 6 ans et 363 jours à la fin de l'année 2014.

Cette durée est supérieure à celle des grands pays de la zone euro mais inférieure à celle du Royaume-Uni. Les différences dans la durée de détention de la dette peuvent s'expliquer par des facteurs multiples : la France a été la première à émettre sur des durées très longues, jusqu'à 50 ans, alors que certains pays comme l'Allemagne ou l'Italie n'émettent pas de titres d'une maturité supérieure à 30 ans. La structure du secteur financier domestique a également une incidence sur la maturité de la dette : les pays disposant de fonds de pension importants ou de fonds souverains sont confrontés à une demande plus forte de titres longs.

Graphique n° 6 : Durée de vie de la dette totale, de la dette à moyen-long terme (MLT) et proportion de dette à court terme (BTF)



Source : Agence France Trésor

L'encours détenu par les non-résidents est en légère baisse en septembre 2015 par rapport à septembre 2014 à 62,8 %. Cette évolution semble confirmer le léger reflux observé en 2014 par rapport à 2013, et sur plus longue période, une stabilisation de ce taux, entre 60 et 65 % depuis 2007-2008. L'AFT ne se fixe pas d'objectif de taux de détention par les non-résidents, mais cherche à entretenir la diversité des investisseurs en dette française, afin de garantir la liquidité sur l'ensemble de la courbe des taux. Il est à noter que les

achats de la BCE, réalisés en pratique par la Banque de France, tendent à augmenter, toutes choses égales d'ailleurs, le taux de détention nationale.

Les émissions de moyen-long terme nettes des rachats de la France ont représenté 21,5 % des émissions totales des États membres de la zone euro en 2015, au lieu de 19,1 % en 2014. Pour 2016, cette part devrait s'élever à 23 %.

1.2 La programmation des crédits

En 2015, la charge de la dette et de la trésorerie de l'État a été inférieure, en exécution, de 2,2 Md€ à la prévision initiale, soit un écart de 5 %.

Tableau n° 9 : Prévision et exécution de la charge de la dette et de la trésorerie en 2015 (en M€)

<i>En M€</i>	LFI	LFR du 29 déc. 2015	Exécution 2015	Ecart à la LFI
Charge de la dette*	43 401	41 349	41 181	-2 220
dont OAT et BTAN	42 872	41 515	41 395	-1 477
Charge nette d'intérêts	40 997	41 015	40 897	-100
Charge d'indexation	1 875	500	499	-1 376
dont BTF	427	-267	-301	-728
Dettes reprises	82	81	81	-1
Frais et commissions de gestion de la dette	20	20	6	-14
Trésorerie	936	943	955	+19
dont hors PIA	185	192	204	+19
Charge totale	44 337	42 292	42 136	-2 201

*Avant opérations de swaps

Source : Agence France Trésor

Ces écarts tiennent en premier lieu à la charge d'indexation du capital des titres indexés, inférieure de 1,4 Md€ à la prévision. Le rythme d'augmentation des prix de mai à mai (glissement utilisé pour le calcul de la charge budgétaire) a été de 0,3 % pour la France et 0,2 % pour la zone euro au lieu d'une prévision de 0,8 % et 1,0 % respectivement.

En second lieu, l'écart à la prévision s'explique par une charge d'intérêt des titres de court terme inférieure de 0,7 Md€ à la

prévision : la loi de finances initiale reposait sur une hypothèse de taux à trois mois à 0,05 % alors qu'il a finalement été négatif, s'établissant à -0,19 % sur l'année. Enfin, la baisse de charge est également imputable à une moindre charge d'intérêts des titres de moyen et long terme, le taux à 10 ans s'élevant en moyenne à 0,93 % sur l'année au lieu de 1,8 % attendus en LFI. Les prévisions de taux se sont avérées systématiquement conservatrices depuis 2012, dans un contexte de politique monétaire inédit favorisant la baisse des taux.

La charge de trésorerie est supérieure de 19 M€ à la charge prévue en LFI.

1.3 La gestion des crédits en cours d'exercice

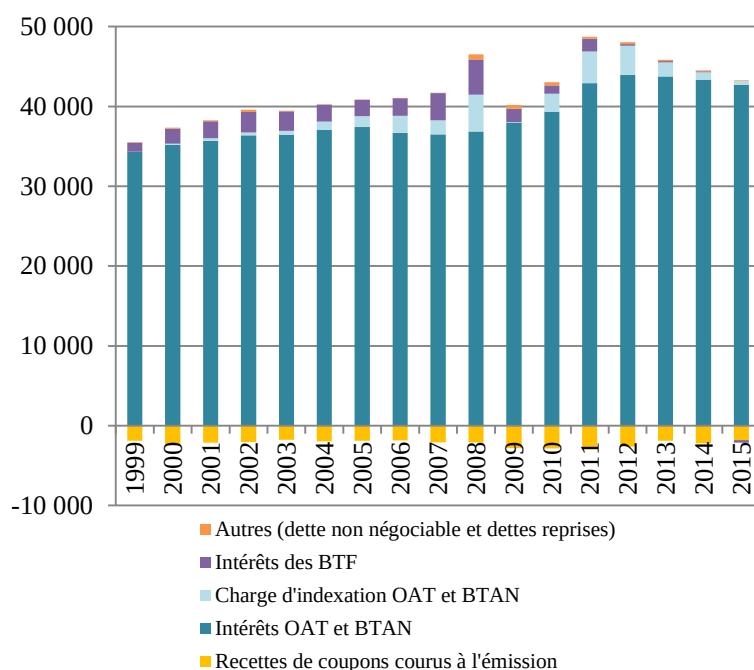
La diminution de la charge de la dette a été constatée dans la loi de finances rectificative du 29 décembre 2015 par une annulation de crédits de 2,045 Md€ portés par le programme 117 ***Charge de la dette et trésorerie de l'État***, au sein de la mission **Engagements financiers de l'État**.

2 Les grandes composantes des dépenses et des recettes

2.1 Opérations relatives à la dette primaire

Les dépenses relatives à la dette, hors opérations de *swap* et hors charges de trésorerie, sont essentiellement constituées de la charge d'intérêts des titres de moyen et long terme, de la charge d'indexation du capital des titres indexés, de la charge d'intérêts de la dette à court terme, ainsi que de la charge d'intérêts des dettes reprises. Les principales recettes sont constituées par les recettes de coupons courus à l'émission et par la rémunération à taux négatif des titres à court terme.

Graphique n° 7 : Charge de la dette (hors opérations de swaps)



Source : Agence France Trésor

La charge de la dette négociable diminue depuis 2011 malgré l'augmentation continue de l'encours de dette. Sur cette période, ce repli est principalement lié à la baisse de la charge d'indexation du capital des titres indexés et à la baisse des intérêts des BTF, qui constituent désormais une recette du compte. Cette recette, qui résulte de la politique monétaire et en particulier de l'incidence du niveau négatif de la facilité de dépôt de la BCE, doit être mise en regard des résultats de la gestion de trésorerie.

La charge nette d'intérêts de la dette à moyen et long terme diminue également mais seulement depuis 2012, et de manière moins rapide que la charge de la dette totale. La charge de la dette non négociable est désormais négligeable. La charge d'intérêts des dettes reprises a également diminué de manière continue depuis 2008, ces dettes étant progressivement amorties. A la fin de l'année 2015, les emprunts qui restent à amortir concernent uniquement la dette reprise de la SNCF² correspondant à deux emprunts représentant un total à rembourser de 1,4 Md€.

En 2015, la charge d'indexation du capital des titres indexés étant très faible et la charge d'intérêts des BTF représentant une recette et non une dépense, la charge nette d'intérêts des titres de moyen et long terme représentait 99,5 % de la charge de la dette.

2.2 Opérations relatives à la trésorerie

2.2.1 Un solde des opérations de trésorerie déficitaire

La gestion de la trésorerie a pour objectif de permettre que la situation de trésorerie de l'État rende toujours possible l'exécution des dépenses qui viennent s'imputer sur son compte, unique, tenu à la Banque de France. Ce compte doit toujours être créditeur. Le résultat des opérations de trésorerie est constitué d'une part du résultat des opérations de placements et de la rémunération des fonds déposés au Trésor : les dépôts des correspondants et les dotations non consommables des PIA.

Ce solde est négatif depuis 2008. En 2015, le résultat des opérations de trésorerie s'établit à -955 M€, soit un montant légèrement dégradé par rapport à la prévision initiale de -936 M€. Hors PIA, il s'élève à -204 M€, au lieu de -181 M€ en 2014, en raison

² Article 82 de la loi de finances rectificative pour 2007

de la détérioration des conditions de placement, défavorables tout au long de l'année.

Tableau n° 10 : Résultat des opérations de trésorerie

<i>en M€</i>	2014	2015
Solde des opérations de trésorerie	-869,3	-955,0
Produits de placement nets	10,9	-59,3
Rémunération des dépôts des correspondants	-192,2	-144,8
Rémunération des fonds non consommables du PIA	-688,0	-751
Solde hors PIA	-181,2	-204,1

Source : Agence France Trésor

Les principales charges de trésorerie sont constituées des intérêts des comptes des correspondants et de la rémunération des dotations non consommables destinées au financement des investissements d'avenir.

2.2.2 Le plein effet de la rémunération des dotations non consommables du PIA

La rémunération des dotations non consommables des programmes d'investissement d'avenir (PIA) constitue la principale charge de trésorerie pour l'État.

Elle a atteint son niveau plein au cours de l'exercice 2015 soit 751 M€ et devrait rester stable en 2016. Au 31 décembre 2015, l'encours de dotations non consommables au titre des PIA 1 et 2 était de 22 Md€.

Tableau n° 11 : Engagement financier sur les dotations non consommables

Au 31 décembre 2015	PIA 1	PIA 2
Encours (en M€)	18 730	3 265
Taux fixe annuel	3,413 %	2,496 %

Source : Agence France Trésor

Les dotations non consommables n'ont pas d'incidence sur la dette publique ni sur le déficit. En revanche, elles produisent des intérêts, qui alourdissent la charge de trésorerie et donc le déficit budgétaire. La durée des conventions passées avec les bénéficiaires est dans le cas général limitée à dix ans. La charge de trésorerie pour

l'État devrait donc être maintenue au cours des années à venir. La charge d'intérêt a été fixée par référence à des taux de marché au moment de la conclusion des conventions. Cependant, n'ayant pas de caractère variable en fonction des conditions de marché, elle s'apparente davantage à une dépense budgétaire qu'à une véritable charge de trésorerie. La rémunération des dotations non consommables est ainsi très avantageuse dans les conditions de marché actuelles puisqu'elle s'établit à 3,4 % en moyenne.

2.2.3 La diminution progressive de la rémunération des dépôts des correspondants du Trésor

Au 31 décembre 2015, les dépôts des correspondants s'élevaient à 101 Md€. Les dépôts rémunérés, hors PIA, représentent 26,2 % de l'ensemble des dépôts des correspondants soit une part stable par rapport à la fin de l'année 2014. En effet, le principe 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 peuvent toutefois, sur autorisation expresse ou de droit, placer leurs liquidités sur des comptes à terme ou sur un compte de placement rémunéré.

Les comptes à terme sur lesquels les fonds sont bloqués pendant une période donnée sont rémunérés conformément à l'arrêté du 24 janvier 2013 par convention de tenue de compte. Ces dernières prévoient en général l'application du taux de la dernière adjudication de BTF correspondant à la maturité du compte, diminué de 0,5 %. La rémunération du compte ne peut être négative. Au cours de l'année 2015, les BTF ayant été émis à taux négatif, les comptes à terme n'étaient pas rémunérés. Les encours sont presque nuls en fin d'année 2015.

Les comptes de placement rémunérés, qui permettent de rémunérer les disponibilités au jour le jour des organismes, sont rémunérés, conformément à la décision des ministres de l'économie et du budget du 5 septembre 2011, au taux EONIA – 0,15 %. L'EONIA ayant été négatif toute l'année, leur rémunération s'est établie au plancher de 0.

Certains déposants spécifiques bénéficient de conditions de rémunération *ad hoc* en vertu de décisions ministérielles ou de conventions bilatérales.

La rémunération des dépôts des correspondants s'est donc au total élevée en 2015 à 145 M€ pour un encours total de dépôts rémunérée de 26,3 Md€ soit un taux d'intérêt moyen de 0,55 %. Ce montant diminue tendanciellement sur les dernières années.

Tableau n° 12 : Les intérêts des comptes de correspondants (en M€)

	2011	2012	2013	2014	2015
Comptes de dépôts à vue (hors collectivités locales)	75,7	23,3	53,5	73,3	48,6
Banques centrales africaines	219,8	215,4	143,3	83,3	72,3
Comptes à terme des collectivités locales	12,5	23,3	8,5	1,3	0,4
Autres comptes à terme	34,0	35,9	3,9	2,9	0,1
Compte de dépôt de l'IEOM	22,6	11,0	43,6	31,3	23,3
Divers	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0
Total	365,0	309,1	252,8	192,2	144,7

Source : Agence France Trésor

2.2.4 Des placements de trésorerie qui deviennent déficitaires en 2015

Les recettes de trésorerie sont traditionnellement constituées des recettes de placement (pensions livrées, prêts interbancaires, billets de trésorerie de l'ACOSS, prêts aux États de la zone euro) et des intérêts versés par la Banque de France à l'État au titre de la rémunération du compte du Trésor. L'AFT recherche les meilleures conditions de placement de la trésorerie, en plaçant les liquidités excédentaires auprès de contreparties de marché. Le compte du trésor à la Banque de France est actuellement rémunéré à taux négatif. Dans l'environnement de taux négatifs, les opportunités de placement à des taux supérieurs au taux servi par la Banque de France sont limitées.

Depuis 2014, les conditions de rémunération du compte du Trésor sont les suivantes : le solde du compte est rémunéré au taux de l'EONIA jusqu'au seuil de 550 M€, l'EONIA ayant été en moyenne négatif sur l'année, puis à zéro ou au taux de la facilité de dépôt au-delà (le plus faible des deux), c'est-à-dire à -0,30 % en fin d'année 2015. Par ailleurs, dans le contexte d'abondance de liquidité, la demande des SVT et autres contreparties pour recevoir les liquidités

excédentaires de l'AFT a été faible. La Banque de France offrant des taux négatifs, de même que le marché, l'AFT a cherché à minimiser les coûts de gestion de la trésorerie, en recherchant les « moins mauvaises » conditions de rémunération de ses excédents.

Du fait de la faible demande de liquidités de la part du marché, les volumes placés ont été très inférieurs à ce qu'ils étaient en période de taux courts positifs. Ainsi, les volumes de placements en moyenne quotidienne se sont élevés à 18 Md€ au lieu de 20 Md€ en 2014. Le solde du compte du Trésor s'est établi en moyenne quotidienne à 17 Md€ au lieu de 9 Md€ en 2014. Les intérêts versés à la Banque de France se sont élevés à 32,9 M€ pour un encours moyen de 16,8 Md€ soit un taux de rémunération moyen de -0,20 % soit le taux de la facilité de dépôt en 2015 (abaissée à -0,30 % en décembre 2015).

Au total, les conditions obtenues sur les placements de trésorerie font ressortir un versement d'intérêts par l'AFT de 0,14 % sur les encours placés soit de meilleures conditions que la rémunération des liquidités demeurées sur le compte à la Banque de France. L'EONIA s'est établi en moyenne à -0,108 % en 2015. L'État a donc obtenu en moyenne de moins bons rendements que l'EONIA. Cette situation s'explique selon l'AFT par le fait que les SVT, seules contreparties privées possibles de l'AFT, sont 19 grandes banques internationales bénéficiant en moyenne de conditions de financement plus avantageuses que le panel de 35 banques participant à la définition quotidienne du taux de l'EONIA.

Ainsi, alors que les placements de trésorerie ont continué à dégager un résultat positif en 2014, ils ont été déficitaires en 2015.

Tableau n° 13 : Évolution des recettes de placement de trésorerie

<i>en M€</i>	2011	2012	2013	2014	2015
Pensions livrées	137,5	0,6	2,5	9,7	-11,8
Prêts interbancaires	153,3	35,8	6,3	10,7	-13,6
Compte courant à la Banque de France	6,1	35,5	1,8	-12,4	-32,9
Prêts auprès d'États de la zone euro	0,6	0,3	0,0	0,1	-0,3
Billets de trésorerie ACOSS	1,5	0,9	0,4	2,6	-0,7
Divers	0,4	1,8	0,0	0,0	0,0
Total	299,5	74,9	11,1	10,7	-59,3

Source : Agence France Trésor

2.2.5 Un résultat des opérations de trésorerie structurellement déficitaire

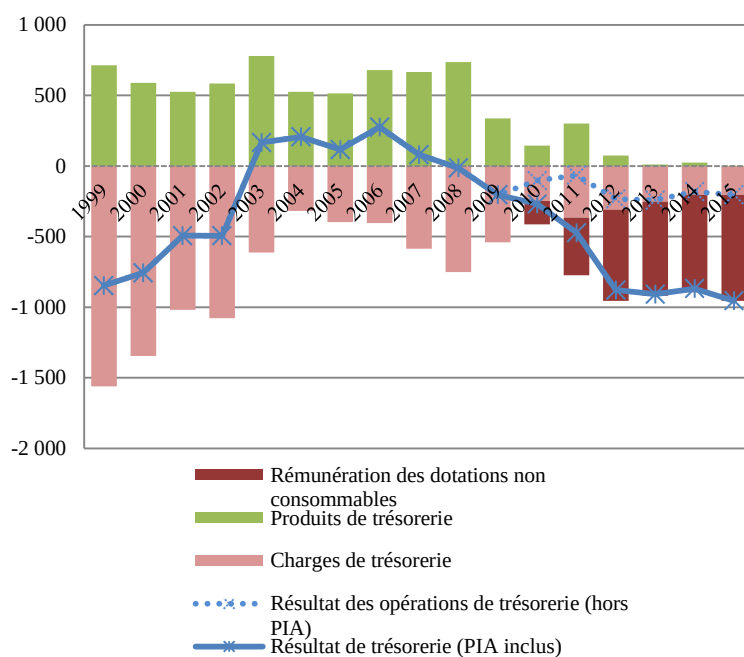
Le résultat des opérations de trésorerie est déficitaire depuis 2008 en raison de la rémunération des dotations non consommables destinées à financer les investissements d'avenir. Ce résultat s'impute sur la charge totale de la dette et de la trésorerie couverte par le programme 117. Il atteint près de 1 Md€ en 2015 soit 2,3 % de la charge budgétaire totale de la dette et de la trésorerie.

Hors PIA, le résultat des opérations de trésorerie est devenu déficitaire en raison de la politique monétaire menée par la BCE. L'État est conduit à rémunérer la Banque de France et à placer les liquidités à taux négatifs.

Cependant, ce coût doit être mis en regard des intérêts négatifs obtenus par l'AFT pour la rémunération des BTF. La recette nette qui en a résulté en 2015 s'établit à 301 M€ alors que la gestion de trésorerie, hors PIA, engendre une charge nette de 204 M€³.

La situation dans laquelle le résultat des opérations de trésorerie est négatif n'est pas inédite. Avant 2003, les opérations de trésorerie présentaient également un solde négatif, en raison de la rémunération des comptes chèques postaux par le Trésor public.

³ Les intérêts payés ou reçus par l'État au titre des BTF sont rattachés dans la nomenclature budgétaire du programme 117 à l'action « dette » et non à l'action « trésorerie ». La recette encaissée par l'État en 2015 au titre des BTF n'est donc pas considérée dans la nomenclature budgétaire comme une recette de trésorerie.

Graphique n° 8 : Résultat des opérations de trésorerie

Source : AFT, synthèse Cour des comptes

2.3 Opérations de gestion active de la dette (swaps)

L'AFT a mis en place entre septembre 2001 et juillet 2002 un programme de gestion active de la dette visant à réduire la durée de vie de la dette. Cette stratégie a été suspendue, les conditions de marché ne justifiant plus son activation. L'encours de swaps de l'État s'élève à 5,8 Md€ au 31 décembre 2015. Son impact sur la durée de vie de la dette est désormais négligeable.

Les opérations de *swaps* ont permis d'engranger une recette nette de 145 M€ en 2015, retracée dans la deuxième section du compte de commerce. La charge de la dette et de la trésorerie de l'État après opérations de *swaps* s'élève ainsi à 42,0 Md€ en 2015 au lieu de 43,0 Md€ en 2014.

3 Régularité, soutenabilité et performance budgétaires

3.1 La régularité de l'exécution budgétaire

La régularité de l'exécution budgétaire 2015 ne soulève pas de remarque particulière.

3.2 La soutenabilité

3.2.1 La charge de la dette et de la trésorerie est conforme au budget triennal

La charge de la dette et de la trésorerie est inférieure au montant prévu dans le budget triennal 2015-2017.

Tableau n° 14 : Charge de la dette de l'État prévue en LPFP 2014-2019 (Md€)

	2015	2016	2017
<i>LPFP</i>	44,34	47,34	49,51
<i>Exécution</i>	42,14	44,45 (*)	-

Source : LPFP 2014-2019

*Prévision en LFI pour 2016

En LFI pour 2016, la charge de la dette et de la trésorerie est prévue au niveau de 44,45 Md€, cette prévision étant fondée sur les hypothèses de taux et d'inflation suivantes : taux de 0,1 % à 3 mois, de 1,9 % à 10 ans, taux d'inflation de 1 % en France et 1,1 % en zone euro, la croissance s'établissant à 1,5 %. Les hypothèses de taux sont plutôt prudentes compte tenu de l'extension du programme de rachats d'actifs de la BCE jusqu'en mars 2017. Dans son avis n°2015-03 relatif au projet de loi de finances et au projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2016, le Haut Conseil pour les Finances Publiques a estimé que la hausse des prix pourrait être inférieure à l'hypothèse de 1,0 % retenue.

3.2.2 La croissance moins rapide de l'encours de la dette en 2015 ne traduit pas une amélioration à due concurrence du déficit budgétaire

L'encours de la dette négociable de l'État s'élève en fin d'année 2015, charge d'indexation du capital comprise, à 1 576 Md€ au lieu de 1 528 Md€ à la fin de l'année 2014. La dette de l'État a donc augmenté de 48 Md€, soit une augmentation nettement inférieure à celle des années précédentes, la croissance de la dette ayant été de l'ordre de 70-80 Md€ par an chaque année depuis 2009.

Tableau n° 15 : Encours de la dette négociable (Md€)

	fin 2010	fin 2011	fin 2012	fin 2013	fin 2014	fin 2015
Encours de la dette à moyen et long terme (dont supplément d'indexation)	1 042	1 135	1 220	1 283	1 352	1 423
Encours des BTF	187	178	167	174	175	153
Encours total de la dette	1 229	1 313	1 386	1 457	1 528	1 576

Source : PLF 2016, AFT

Cette évolution reflète l'importance des recettes de trésorerie liées aux primes à l'émission. Ces primes à l'émission permettent d'enregistrer à l'émission une recette, contre le versement d'intérêts plus élevés à l'avenir. Elles constituent une ressource de financement. Ainsi, la moindre croissance de l'encours de la dette ne traduit pas une amélioration à due concurrence du déficit public, qui s'établit à 70,5 Md€ en 2015, au lieu de 73,6 Md€ en 2014. Le rythme d'accroissement de la dette, inférieur au déficit budgétaire, s'est ralenti principalement sous l'effet d'une politique d'émission faisant une plus large part aux titres émis à partir de souches anciennes (cf. 1.1.4.).

Si l'État n'avait pas émis à partir de souches anciennes, il aurait enregistré des primes à l'émission beaucoup plus faibles. Toutes choses égales d'ailleurs, la dette aurait augmenté d'environ 70 Md€ soit un montant équivalent à celui du déficit budgétaire de l'année.

Cette stratégie qui peut trouver sa justification dans la situation

actuelle des marchés conduit temporairement à une déconnexion partielle entre l'évolution du déficit et celle de la dette, cette dernière progressant moins vite. Cette déconnexion n'est toutefois que temporaire. Dans les années à venir, le versement de coupons plus élevés créera un besoin de financement accru et la dette retrouvera progressivement le niveau qu'elle aurait atteint dans l'hypothèse théorique où seules des souches nouvelles auraient été utilisées.

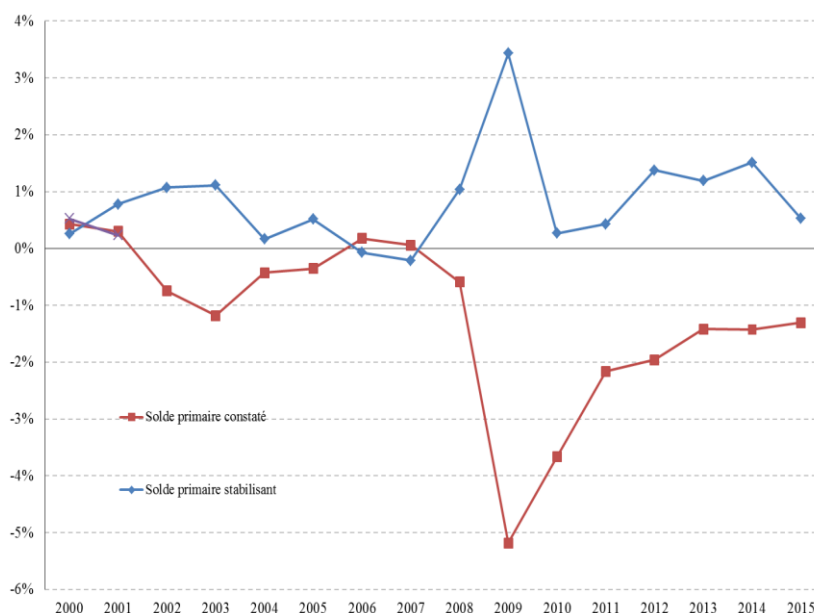
L'émission à partir de souches anciennes a donc permis de ralentir la croissance de la dette. Elle a pour contrepartie, dans les conditions de taux actuelles, une charge budgétaire de la dette plus élevée pour les exercices suivants. Elle est en revanche neutre sur la charge de la dette en comptabilité nationale et en comptabilité générale, les primes et décotes étant étalées sur la durée de vie des emprunts concernés dans les deux référentiels. L'AFT estime que, si elle n'avait pas répondu à cette demande, les taux obtenus sur ces émissions à long et moyen terme auraient été globalement plus élevés.

3.2.3 La dette de l'État a continué à croître en proportion du PIB en 2015

La dette de l'État représente 79,5 % de la dette des administrations publiques au sens de Maastricht à la fin du troisième trimestre 2015. Le poids de la dette de l'État dans le PIB croît depuis 2007. Cette tendance s'est poursuivie en 2015 la dette de l'État représentant 72,4 % du PIB au lieu de 71,7 % en 2014.

Pour stabiliser le poids de la dette dans le PIB, l'État doit dégager un excédent primaire qui permette de compenser l'alourdissement de la charge d'intérêts dans le PIB. Le solde primaire stabilisant et le solde primaire constaté se sont établis comme suit au cours des années précédentes.

Graphique n° 9 : Solde primaire stabilisant et solde primaire constaté



Source : calculs Cour des comptes

Selon les prévisions du Gouvernement pour 2016, le poids de la dette de l'État devrait continuer à augmenter dans le PIB pour s'établir à 73,9 % du PIB.

3.2.4 La dette de l'État est exposée au risque de taux

La remontée des taux entraînerait un accroissement de la charge de la dette. À croissance inchangée, une remontée des taux entraînerait un accroissement de la charge de la dette et une dégradation du déficit. L'AFT estime qu'une remontée des taux de 1 % sur l'ensemble de la courbe des taux conduirait à augmenter la charge de la dette de 2,1 Md€ la première année, puis de 4,8 Md€ la deuxième année, 6,9 Md€ la troisième année, et de 16,5 Md€ au bout de 10 ans.

3.3 La démarche de performance

La performance du compte de commerce 903 *Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État* est examinée dans la NEB portant sur le programme 117 - *Charge de la dette et trésorerie de l'État* de la mission *Engagements financiers de l'État*.

4 Les recommandations de la Cour

4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2014

La Cour n'a pas formulé de recommandation au titre de l'exercice 2014.

4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2015

La Cour formule au titre de l'exercice 2015 une recommandation concernant le suivi de la performance dans la NEB *Engagements financiers de l'État*.