

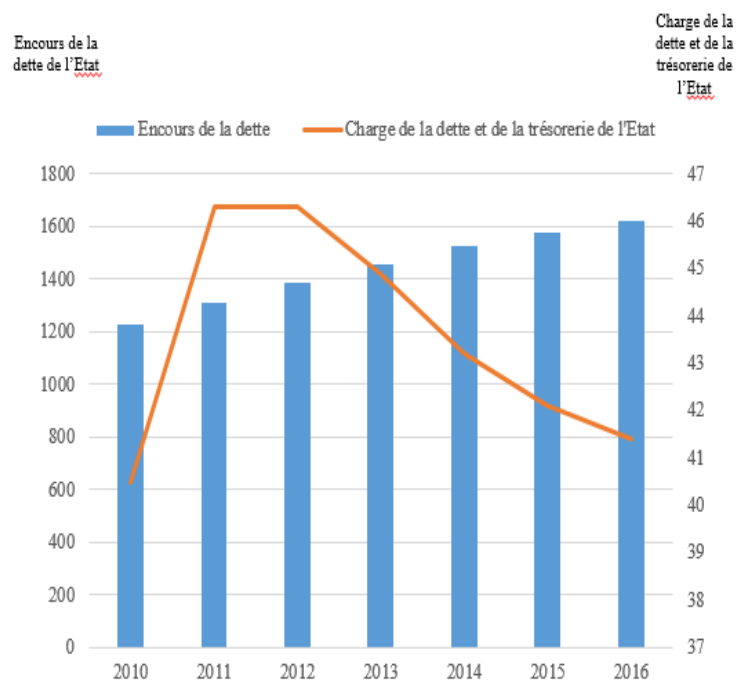
# Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

---

Note d'analyse de l'exécution  
budgétaire

2016

### Encours de la dette de l'État et charge de la dette et de la trésorerie de l'État (Md€)



Source : synthèse Cour des comptes

## Synthèse

### Les principales données du compte

---

Le besoin de financement de l'État s'est établi pour 2016 à 194,1 Md€, en hausse de 5,0 Md€ par rapport à 2015. Cette hausse a été enregistrée malgré un déficit à financer en légère baisse en 2016. Le programme d'émissions brutes a été important (214,3 Md€) mais néanmoins légèrement inférieur au record atteint en 2015. La France se place au deuxième rang des pays émetteurs de la zone euro en termes d'émissions brutes et au premier rang en termes d'appel net au marché.

En 2016, la charge de la dette et de la trésorerie (avant opérations de *swaps*), s'établit à 41,4 Md€, en baisse de 0,7 Md€ par rapport à l'exécution 2015. Comme les années précédentes, elle est inférieure à la prévision de loi de finances de 3,0 Md€, la loi de finances rectificative pour 2016 ayant procédé à une annulation de crédits à due concurrence. La France a en effet connu des conditions de financement à nouveau très favorables en 2016, liées à la poursuite de la politique monétaire non conventionnelle de la BCE engagée en mars 2015. La France a également bénéficié de la faiblesse de l'inflation qui, malgré son relèvement progressif depuis 2015, a connu des variations infra-annuelles qui ont été favorables à l'État.

Le solde des opérations de trésorerie s'est établi à -1 036 M€ au lieu de -955 M€ en 2015, les placements de trésorerie s'étant effectués tout au long de l'année à taux négatif et la dépense d'intérêt des dotations non consommables investissements d'avenir continuant à peser lourdement sur la gestion de trésorerie.

### Les principales observations

---

La dette de l'État s'établit au niveau de 1 621 Md€ à la fin de l'année 2016. Comme l'an dernier, la baisse forte des taux au cours des 9 premiers mois de l'année conduit à une déconnection entre la progression de l'encours de la dette (+45 Md€) et celle du déficit (+69 Md€), ce résultat s'expliquant par l'importance en 2016 comme en 2015 des ressources de trésorerie constituées par les primes à l'émission. Bien que celles-ci aient représenté des montants proches au cours des deux années, elles n'ont pas les mêmes origines en 2015 et en 2016. En 2015, la volonté de l'AFT de maintenir un haut niveau de liquidité de la dette française sur le marché secondaire par le ré-abondement de souches anciennes a joué un rôle

prédominant dans la constitution des primes. En 2016, la part des souches anciennes dans le programme d'émission a été la plus faible enregistrée au cours des cinq dernières années. Les primes à l'émission ont en revanche conservé un niveau élevé, équivalent à celui enregistré en 2015 : en effet, si les titres émis à partir de souches anciennes sont porteurs d'un coupon plus élevé que le taux de marché, conduisant à enregistrer une prime à l'émission, cet effet s'est exercé également en 2016 sur les titres de référence : d'une part, en raison de la baisse des taux au cours de l'année ; d'autre part, quand les taux sont en territoire négatif, l'AFT, qui ne crée pas de titre à coupon négatif, émet les nouveaux titres de référence à coupon zéro, ce qui engendre également une prime à l'émission. En 2016, les primes à l'émission encaissées résultent à hauteur d'environ 40% de ces effets mécaniques de la baisse des taux.

Malgré le redressement des taux en fin d'année, le taux moyen pondéré des émissions à court et moyen-long terme de la France a atteint son plus bas niveau historique. La remontée des taux depuis la fin de l'année 2016 ne peut à ce jour être considérée comme une tendance structurellement établie. La hausse récente des taux d'intérêt payés par la France résulte d'une combinaison de facteurs de court terme et de moyen terme. Un décalage temporel persistant entre la hausse des taux et l'accélération de la croissance dans la zone euro et en France représenterait un risque élevé pour la soutenabilité des finances de l'État, compte tenu de son niveau élevé d'endettement. Selon les projections réalisées par l'AFT, un choc de taux de 1 % conduirait à augmenter la charge de la dette de 2,1 Md€ la première année, puis de 4,6 Md€ la deuxième année, et de 6,7 Md€ la troisième année (en comptabilité nationale).

La prévision de charge de la dette en LFI pour 2017 est proche de l'exécution 2016, ce qui constitue une rupture avec les années précédentes. Les hypothèses de taux et d'inflation alors retenues, supérieures aux niveaux constatés au moment du vote de la LFI, conduisaient en général à constater des économies importantes sur la charge de la dette en fin d'année. Il est probable que ceci ne soit pas le cas en 2017 ou que les économies soient sensiblement inférieures.

## **Les recommandations de la Cour**

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

---

La Cour a formulé au titre de l'exercice 2015 une recommandation concernant le suivi de la performance dans la NEB *Engagements financiers de l'État*. Le suivi de mise en œuvre de cette recommandation est examiné dans le NEB correspondante concernant l'exercice 2016.

### **Les recommandations formulées au titre de la gestion 2016**

---

La Cour formule une recommandation au titre de la gestion 2016 :

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

## Sommaire

<b>Introduction.....</b>	<b>7</b>
<b>1 LES RESULTATS DE L'EXERCICE .....</b>	<b>9</b>
1.1 Un besoin de financement qui reste élevé .....	9
1.2 La charge de la dette et de la trésorerie de l'État poursuit la décruée engagée en 2012 .....	12
1.3 L'environnement de marché et la stratégie d'émission .....	14
1.4 L'exécution des recettes et des dépenses.....	25
1.5 La soutenabilité à court et moyen terme.....	27
<b>2 LES GRANDES COMPOSANTES DES DEPENSES ET DES RECETTES.....</b>	<b>32</b>
2.1 Opérations relatives à la dette primaire .....	32
2.2 Opérations relatives à la trésorerie .....	33
2.3 Opérations de gestion active de la dette ( <i>swaps</i> ).....	37
<b>3 LA CONFORMITE AUX PRINCIPES ET REGLES DE LA LOLF .....</b>	<b>38</b>
<b>4 LES RECOMMANDATIONS DE LA COUR.....</b>	<b>39</b>
4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2015...	39
4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2016 .....	39

## 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 crédits<sup>1</sup> du programme 117 - **Charge de la dette et de la 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 2016 (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 2016. La section 2 est néanmoins, comme les années précédentes, en excédent, les opérations de *swaps* gérées en extinction continuant à produire des recettes nettes.

La structure des recettes et dépenses inscrites à la section 1 correspond aux deux actions du programme 117 : (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. La charge de la dette comprend également les frais et commissions directement liés à la gestion de la dette négociable, les intérêts des dettes reprises par l'État,

---

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

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 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 sont significatifs depuis 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 lancé 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 nets (recettes moins dépenses) générés par les opérations de gestion active de la dette, retracées dans la deuxième section du compte de commerce. Ce résultat est conforme à l'évaluation du solde prévu dans le PLF 2016.

**Tableau n° 1 : Compte de commerce en exécution 2016**

	<b>PLF 2016</b>	<b>Exécution 2016</b>
<i>Recettes</i>	46 703 000 000	43 527 269 116
<i>Dépenses</i>	46 558 000 000	43 382 467 743
<b><i>Solde du compte</i></b>	<b>145 000 000</b>	<b>144 801 373</b>

Source : PLF 2016, AFT (données en date du 28 janvier 2017)

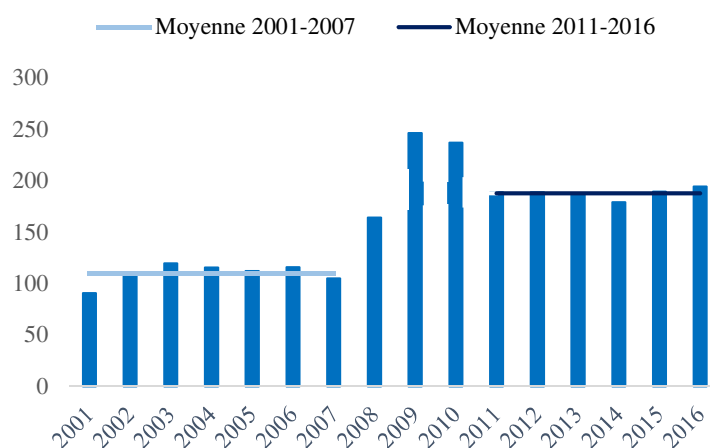


# 1 LES RESULTATS DE L'EXERCICE

## 1.1 Un besoin de financement qui reste élevé

Le besoin de financement de l'État s'est établi pour 2016 à 194,1 Md€, en hausse de 5,0 Md€ par rapport à 2015. Il reste à un niveau comparable depuis 2011 (188 Md€ en moyenne sur la période 2011-2016), nettement supérieur à celui observé avant la crise de 2008 (110 Md€ en moyenne sur la période 2001-2007).

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



Source : synthèse Cour des comptes, données AFT

Les amortissements atteignent en 2016 leur montant le plus élevé depuis 2008 à 124,9 Md€. Les rachats de titres arrivant à échéance en 2016 (28,2 Md€) ont été importants au cours des deux exercices précédents. En l'absence de rachats, la dette à rembourser en 2016 se serait établie à 153 Md€ au lieu de 125 Md€.

**Tableau n° 2 : Tableau de financement en exécution pour 2016 (en Md€)**

<b>Besoin de financement (Md€)</b>	<b>Exécution 2013</b>	<b>Exécution 2014</b>	<b>Exécution 2015</b>	<b>LFI 2016</b>	<b>Exécution 2016</b>
Amortissement de la dette à moyen et long terme	106,7	103,8	116,4	125	124,9
Amortissement des autres dettes	6,1	0,2	0,1	0	0
Solde à financer	74,9	73,6	70,5	72,3	69,1
Autres besoins de trésorerie	-2,2	1,4	2,1	1,2	0,2
<b>Total</b>	<b>185,5</b>	<b>179</b>	<b>189,1</b>	<b>198,5</b>	<b>194,1</b>
<b>Ressources de financement (Md€)</b>	<b>Exécution 2013</b>	<b>Exécution 2014</b>	<b>Exécution 2015</b>	<b>LFI 2016</b>	<b>Exécution 2016</b>
Émissions de dette à moyen et long terme nettes des rachats	168,8	172	187	187	187
Ressources affectées à la CDP	0	1,5	0,8	2	0
Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme	7,2	1,4	-22,6	0	-18,7
Variation des dépôts des correspondants	-4,2	-1,4	6,7	0	1,6
Variation du compte du Trésor	7,9	-1,4	-5,2	9	4,6
Autres ressources de trésorerie	5,7	6,9	22,4	0,5	19,7
<b>Total</b>	<b>185,5</b>	<b>179</b>	<b>189,1</b>	<b>198,5</b>	<b>194,1</b>

Source : Agence France Trésor

Le besoin de financement est inférieur de 4,4 Md€ à la prévision de loi de finances initiale. Comme l'an dernier, cet écart s'explique en premier

lieu par l'amélioration du solde budgétaire de l'État, qui s'est réduit de 3,2 Md€ par rapport à la prévision, soit 1,5 Md€ hors charge d'indexation du capital des titres indexés. Cette dernière diminue de 1,8 Md€ par rapport à la prévision, l'inflation ayant été moins élevée que prévue.

Les données disponibles au 31 mars 2017 sur les autres lignes du tableau de financement amènent à estimer à -2,7 Md€ les ajustements de l'exercice budgétaire au solde en gestion soit un écart plus important qu'en 2015 (-0,2 Md€). Cet écart s'explique selon la DGFIP par deux éléments principaux :

- des dépenses de personnel imputées budgétairement en 2016 mais payées en 2017 (-1,4 Md€) : il s'agit de cotisations sociales de l'État employeur dues au titre de la paye de décembre ;

- des dépenses d'intervention également imputées budgétairement en 2016 mais décaissées en 2017 : il s'agit notamment des dernières opérations de dépenses effectuées le 30/12/2016 (-1,2 Md€) ainsi que des prélèvements complémentaires sur les recettes de l'État au profit de l'UE (-0,3 Md€).

Aucun amortissement de dette reprise n'a eu lieu en 2016<sup>2</sup>. La dette reprise qui reste à amortir à la fin de l'année 2016 concerne les emprunts repris de la SNCF et s'établit à 1,4 Md€.

S'agissant des ressources de financement, les émissions nettes des rachats s'établissent comme en 2015 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€). Les rachats de dette à moyen et long terme se sont élevés à 27,3 Md€. En conséquence, les émissions brutes de dette se sont élevées à 214,3 Md€.

La poursuite de la baisse des taux à moyen et long terme au cours des trois premiers trimestres de 2016, a occasionné l'enregistrement d'importantes primes à l'émission qui s'élèvent à 20,8 Md€, malgré une stratégie d'émission ayant recouru à des émissions anciennes (*off-the-run*) dans une proportion modérée (19% en 2016 soit le plus bas niveau atteint depuis 5 ans). Ces ressources de trésorerie ont été affectées à la réduction de l'endettement à court terme, entraînant une baisse de l'encours de BTF de 18,7 Md€, contre une variation conventionnellement nulle prévue en LFI.

---

<sup>2</sup> L'État a par le passé repris certaines dettes contractées par des personnes publiques, comme la SNCF ou l'EPFR (Établissement public de financement et de restructuration), structure de défaisance du Crédit Lyonnais.

Enfin, les fonds déposés au Trésor par les correspondants ont augmenté de 1,6 Md€ par rapport à fin 2015. Les disponibilités du compte de l'État à la Banque de France ont diminué de 4,6 Md€, au lieu d'une diminution prévue de 9,0 Md€ en LFI. Le déficit a été en effet plus faible que prévu et les correspondants ont déposé davantage. La contribution des cessions de participations au désendettement n'a pas eu lieu (-2,0 Md€) dans le contexte de besoins de recapitalisation importants des entreprises publiques.

## 1.2 La charge de la dette et de la trésorerie de l'État poursuit la décrue engagée en 2012

En 2016, la charge de la dette et de la trésorerie de l'État, s'établit à 41,4 Md€ avant opérations de *swaps*, en baisse de 0,7 Md€ par rapport à l'exécution 2015. Elle est en baisse depuis le pic atteint en 2012 (46,3 Md€) mais demeure néanmoins supérieure au niveau moyen constaté avant crise (38,3 Md€ sur la période 2001-2007 au lieu de 42,9 Md€ en moyenne sur la période 2008-2016).

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

Md€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Charge de la dette et de la trésorerie	40,5	46,3	46,3	44,9	43,2	42,1	41,4
Encours de la dette	1 229	1 313	1 386	1 457	1 528	1 576	1 621
Taux apparent de la dette	3,53 %	3,76 %	3,53 %	3,24 %	2,96 %	2,76 %	2,63 %

Source : synthèse Cour des comptes

La baisse de la charge de la dette par rapport à 2015 tient environ pour 0,5 Md€ à la baisse de la charge d'indexation du capital des titres indexés sur l'inflation qui est quasi-nulle en 2016. En effet, même si l'indice des prix à la consommation a augmenté au cours de l'année 2016, le glissement de prix qui sert de référence principale pour le calcul de la charge budgétaire annuelle d'indexation, de mai à mai, a été légèrement négatif en France comme en zone euro. La charge budgétaire d'indexation du capital a été quasi nulle en 2016, alors qu'elle s'élevait à 0,5 Md€ en 2015.

La baisse de la charge de la dette et de la trésorerie est également liée aux intérêts perçus sur les BTF. Ils s'élèvent à 753 M€, les taux courts étant restés négatifs tout au long de l'année, au lieu de 301 M€ en 2015. L'AFT enregistre des recettes d'intérêts sur les BTF depuis 2014, résultant du niveau négatif des taux courts, en lien avec le niveau de la facilité de

dépôt de la BCE, négative depuis mi-2014, et abaissée depuis à trois reprises.

En revanche, la charge d'intérêts de la dette négociable à moyen et long terme augmente légèrement de 0,1 Md€, l'effet volume (accroissement de l'encours de la dette) n'étant pas compensé par l'effet taux (refinancement de la dette ancienne par une dette nouvelle porteuse d'un coupon plus faible). La charge de trésorerie augmente légèrement par rapport à 2015, et s'élève à 1 Md€.

**Tableau n° 4 : Évolution de la charge de la dette et de la trésorerie (avant swaps) en 2016**

<i>En M€</i>	<b>Exécution 2015</b>	<b>Exécution 2016</b>	<b>Évolution</b>
Dettes négociables	41 094	40 301	-793
<i>Intérêts des OAT et BTAN nets des coupons courus</i>	40 897	41 041	144
<i>Intérêts des BTF</i>	-301	-753	-452
<i>Charge d'indexation du capital des titres indexés</i>	499	13	-486
Dettes reprises et frais de gestion de la dette négociable	87	110	23
Dettes non négociables	0	0	0
Trésorerie	955	1036	81
<b>Charge de la dette et de la trésorerie (avant swaps)</b>	<b>42 136</b>	<b>41 447</b>	<b>-689</b>

Source : Agence France Trésor

Malgré la poursuite de l'augmentation de l'encours de dette, la charge de la dette continue à baisser en 2016 du fait de la poursuite de la baisse des taux l'essentiel de l'année, en particulier des taux courts, et de l'évolution favorable de l'inflation.

Les facteurs d'évolution de la charge de la dette négociable par rapport à 2015 s'analysent comme suit :

**Tableau n° 5 : Les facteurs d'évolution de la charge de la dette négociable en 2016 par rapport à 2015 (Md€)**

<b>TOTAL (M€)</b>	<b>-0,8</b>
Effet taux	-1,4
Effet inflation	-0,5
Effet volume	+1,2
Effet calendaire	-0,1

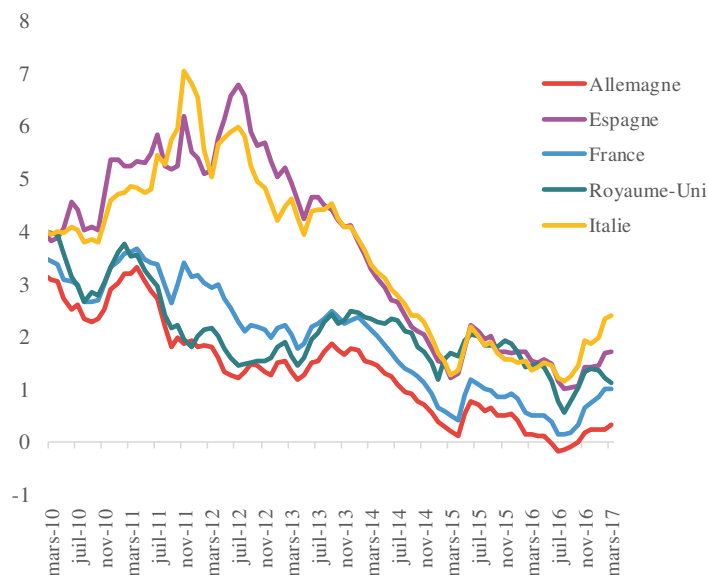
Source : Agence France Trésor

### 1.3 L'environnement de marché et la stratégie d'émission

#### 1.3.1 Des taux longs qui ont diminué jusqu'en août 2016

Les taux longs ont continué à baisser en Europe au cours de l'année 2016 jusqu'au mois de septembre puis se sont légèrement tendus à compter du mois d'octobre.

**Graphique n° 2 : Taux souverains à 10 ans des principaux pays européens (%)**



Source : Banque centrale européenne

La poursuite de la politique monétaire non conventionnelle de la BCE (programme de rachats d'actifs) et le maintien de ses taux directeurs à des niveaux historiquement bas a permis une poursuite de la baisse des taux longs et courts jusqu'en août. La BCE a annoncé en mars 2016 l'intensification de son programme de rachats d'actifs par une augmentation des achats mensuels de 60 à 80 Md€ par mois et un élargissement des titres éligibles. En décembre 2016, elle a indiqué que cette politique se prolongerait au moins jusqu'en décembre 2017 mais que le volume d'achats mensuels diminuerait à partir d'avril 2017 pour revenir à 60 Md€.

Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé à -0,40% en mars 2016, les autres taux directeurs étant également placés à leur plus bas niveau historique.

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

La BCE met en œuvre depuis mars 2015 un programme étendu d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) sur le marché secondaire, en achetant des obligations émises par les administrations centrales, les agences et les entreprises de la zone euro contre de la monnaie bancaire centrale. L'objectif de ce programme est d'assouplir les conditions financières dans la zone euro pour permettre un retour de l'inflation proche de la cible de 2%.

Dans un premier temps, le programme consistait en l'achat de 60 Md€ mensuels de titres et devait se poursuivre jusqu'en septembre 2016. En décembre 2015, compte-tenu de la persistance d'une inflation inférieure à la cible de la BCE, le programme a été étendu jusqu'en mars 2017.

En mars 2016, la BCE a décidé d'augmenter le montant de ses achats mensuels à hauteur de 80 Md€, et d'inclure parmi les titres éligibles les obligations de sociétés non-financières, notées au moins BBB-, sur les marchés secondaire et primaire.

Le Président de la BCE a annoncé le prolongement du programme de rachats d'actifs avec une diminution du montant d'actifs mensuellement achetés, de 80 à 60 Md€ par mois à compter d'avril 2017, et ce jusqu'en décembre 2017, ou « *jusqu'à ce que le Conseil des Gouverneurs observe un retour de l'inflation vers son objectif* ».

De son côté, la Fed, qui avait relevé en décembre 2015 pour la première fois depuis 2008 la cible de son taux directeur, a de nouveau procédé à un relèvement de 25 points de base en 2016, plaçant cette cible à 0,50 %- 0,75 %.

Dans ce contexte, le taux à 10 ans français a atteint un plus bas historique autour de 0,10 % au cours de l'été 2016, les effets de la politique monétaire accommodante étant par ailleurs amplifiés par le regain d'aversion au risque, favorable à la dette française, engendré par les résultats du référendum britannique sur le *Brexit* le 23 juin 2016.

À partir de septembre, le taux français à 10 ans s'est légèrement tendu sous l'effet conjugué (i) de doutes sur la durabilité et l'impact de la politique monétaire de la BCE, et (ii) d'une abondance de l'offre obligataire consécutive à une série d'émissions de souverains européens. Les taux américains ont remonté à partir du mois d'août puis plus nettement à partir des élections américaines en novembre. Cette hausse s'est partiellement diffusée aux taux européens.

### Graphique n° 3 : Taux américains à 10 ans (%), depuis juillet 2007



Source : Département du Trésor américain

Au final, le taux à 10 ans français clôture l'année 2016 à 0,69 %, soit une baisse de 27 pb par rapport à son niveau d'ouverture de début d'année.

L'écart avec le taux à 10 ans allemand (*spread*) a été relativement stable au cours du premier semestre, puis a diminué jusqu'à un niveau de 21 pb au cours de l'été, à la suite du référendum sur le *Brexit*. À partir de septembre, le *spread* avec l'Allemagne a de nouveau augmenté, pour atteindre 49 pb à la fin de l'année 2016, cette tendance européenne étant



renforcée à l'approche des élections présidentielles de 2017. Le taux à 10 ans français a ainsi poursuivi sa remontée et s'est établi début 2017 environ 1 point au-dessus de son plus bas niveau historique atteint en août 2016.

**Graphique n° 4 : Écart de taux souverains à 10 ans entre la France et l'Allemagne (moyenne mensuelle, points)**



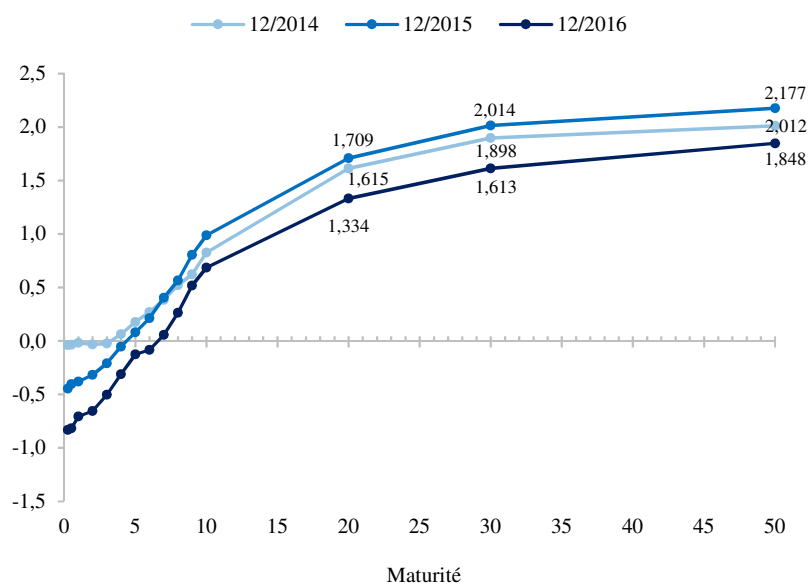
Source : données BCE

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

	2015				2016				Année 2015	Année 2016
	1 <sup>er</sup> Trim	2 <sup>e</sup> Trim	3 <sup>e</sup> Trim	4 <sup>e</sup> Trim	1 <sup>er</sup> Trim	2 <sup>e</sup> Trim	3 <sup>e</sup> Trim	4 <sup>e</sup> Trim		
<b>3 mois</b>	-0,10	-0,18	-0,20	-0,27	-0,40	-0,49	-0,58	-0,71	<b>-0,19</b>	<b>-0,54</b>
<b>10 ans</b>	0,70	0,89	1,21	0,97	0,70	0,50	0,21	0,40	<b>0,93</b>	<b>0,48</b>

Source : Agence France Trésor

Les taux courts ont été très faibles également, le BTF à trois mois s'établissant au taux moyen à l'émission de -0,54%. En définitive, malgré le redressement des taux en fin d'année, le taux moyen pondéré des émissions à court et moyen-long terme de la France a atteint son plus bas niveau historique.

**Graphique n° 5 : Courbe des taux sur l'État français (en %)**

Source : données AFT

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

En %	Moins d'un an (BTF)	Moyen long terme (OAT et BTAN)
<b>Moyenne (1998 - 2007)</b>	3,10	4,15
<b>2007</b>	3,94	4,24
<b>2008</b>	3,61	4,13
<b>2009</b>	0,70	2,95
<b>2010</b>	0,45	2,53
<b>2011</b>	0,81	2,80
<b>2012</b>	0,08	1,86
<b>2013</b>	0,06	1,54
<b>2014</b>	0,07	1,31
<b>2015</b>	-0,19	0,63
<b>2016</b>	-0,53	0,37

Source : Agence France Trésor

La notation souveraine de la France a été maintenue identique en 2016 par rapport à 2015 par les principales agences internationales de

notation (S&P, Fitch et Moody's), au niveau AA ou Aa2 soit la troisième meilleure note possible. Cependant, S&P a relevé sa perspective de « négative » à « stable » en octobre 2016. Elle se classe au même niveau que la Belgique, soit le sixième rang de la zone euro, derrière l'Allemagne, l'Autriche, la Finlande, le Luxembourg et les Pays-Bas.

### **1.3.2 Une stratégie d'adaptation à la demande pour assurer la liquidité de la dette**

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 de sécurité possible le programme de financement.

L'AFT a émis cette année un montant brut d'émissions de moyen et long terme de 214,3 Md€ soit un montant très élevé mais néanmoins légèrement inférieur au record atteint en 2015 de 220 Md€. Les rachats de titres d'échéance 2017 et 2018 ont été relativement élevés à 27,3 Md€ mais à un niveau inférieur au record de 2015 qui s'établissait à 33 Mds€. Ces montants élevés s'expliquent par la volonté de lisser le programme de financement, de bénéficier des niveaux de taux très bas pour se prémunir contre la hausse des taux ou encore d'assurer la liquidité en rachetant les titres illiquides.

Comme en 2015, les émissions nettes se sont établies à 187 Md€, conformément au programme indicatif de financement.

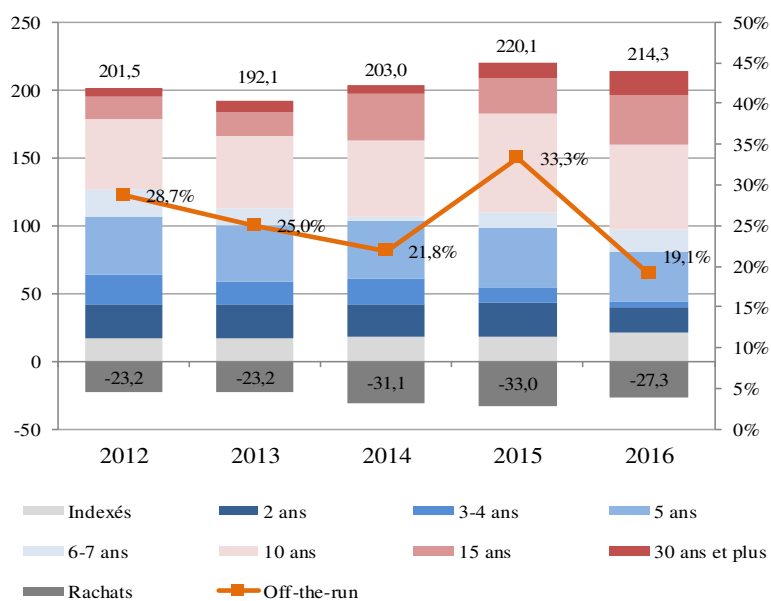
Les émissions de moyen-long terme nettes des rachats de la France ont représenté un quart des émissions totales des États membres de la zone euro en 2016, cette part étant croissante au cours des dernières années. La France a été le deuxième émetteur brut de la zone euro derrière l'Italie et devant l'Allemagne. Compte tenu des montants importants de dette à refinancer par l'Italie et de son déficit public inférieur à 3% du PIB, la France a été le premier émetteur en termes d'appel net au marché dans la zone euro.

En 2016, les émissions « *off-the-run* » ont représenté 19 % des émissions de moyen et long terme au lieu de 33 % en 2015. En 2016, 37 Md€ ont été émis à partir de souches anciennes, 157 Md€ à partir de souches de référence, et 20 Md€ de titres indexés. C'est la proportion la plus faible enregistrée depuis cinq ans (*cf.* graphique n°8)

L'AFT constate *a posteriori* cette proportion plus faible d'émissions *off-the-run* par rapport à 2015, le choix d'émettre à partir de souches anciennes ou de lignes benchmark étant réalisé à chaque adjudication, en fonction de la demande présentée par les SVT. *A posteriori*, et sans qu'il

soit possible d'expliquer avec certitude cette évolution, plusieurs facteurs explicatifs peuvent être évoqués : l'effet des émissions importantes *off-the-run* en 2015 a permis d'améliorer la liquidité d'un certain nombre de souches et cet effet persiste en 2016 rendant moins nécessaire des réabondements l'année suivante ; le programme d'achat de la BCE, débuté en mars 2015, est désormais exécuté selon des modalités techniques qui, tout en respectant le principe de neutralité sur la courbe des taux, tiennent davantage compte de l'offre disponible au cours de l'année ; la France a procédé, comme les autres pays de l'OCDE en 2016 à des émissions de très longue maturité pour lesquelles il y a par définition peu ou pas de souches anciennes disponibles.

**Graphique n° 6 : Émissions brutes de l'AFT par maturités**



Source : AFT

Malgré la proportion modérée d'émissions *off-the-run*, les primes à l'émission nettes des décotes enregistrées cette année sont du même ordre de grandeur qu'en 2015. Elles s'établissent à 20,8 Md€ soit environ 1 point de PIB. En effet, les titres émis à partir de souches anciennes sont porteurs d'un coupon plus élevé que le taux de marché, conduisant à une prime à l'achat payée par les investisseurs. Cependant, cet effet s'est exercé

également en 2016 sur les titres de référence : d'une part, les titres « *on-the-run* » émis à partir d'une souche récente ont souvent été porteurs d'un coupon plus élevé que le taux de marché compte tenu de la baisse des taux enregistrée depuis la première adjudication de cette nouvelle souche ; d'autre part, les taux ayant été négatifs sur la dette à moyen terme (jusqu'à 7 ans en fin d'année), les titres nouveaux émis en 2016 à taux négatifs étaient porteurs d'un coupon zéro, plus élevé que le taux de marché. En effet, l'AFT ne crée pas de titre à coupon négatif (elle prendrait un risque de contrepartie vis-à-vis des investisseurs, et par ailleurs, une telle opération serait probablement difficile à exécuter en pratique d'un point de vue informatique). Ces titres à coupon zéro donnent eux aussi lieu à l'encaissement d'une prime à l'émission.

Ainsi, les titres de référence ont également généré des primes à l'émission dans une proportion supérieure à l'exercice 2015. En 2016, 42 % des primes ne résultent pas du recours à des émissions *off-the-run*.

**Tableau n° 8 : Décomposition des primes à l'émission (Md€)**

Md€	Primes nettes des décotes, par année	dont		
		titres de référence	titres anciens	titres indexés
2015	22,7	3,3	16,6	2,8
2016	20,8	6	12	2,8

Source : AFT

Dans le contexte de baisse des taux rapide qu'a connu la France depuis quelques années, le recours à des souches anciennes amplifie toutefois le montant des primes à l'émission perçues par rapport à une situation où l'AFT n'émettrait que des titres de référence.

Les émissions à partir de souches anciennes sont pratiquées par l'AFT depuis septembre 2007 et ont été systématisées à partir de 2008. La pratique d'émettre à partir de souches anciennes est répandue dans l'OCDE et est devenue plus fréquente au cours des dernières années, en réponse d'une part à la baisse des taux, d'autre part à l'augmentation de l'endettement public dans les économies avancées qui conduit les États à rechercher davantage l'adaptation à la demande pour limiter leur coût de financement.

L'arrivée d'un nouvel investisseur, intervenant massivement, la BCE qui cherche à acquérir une part de chaque souche existante afin d'être neutre sur la courbe des taux, a accru la demande de titres anciens. La baisse des taux est à l'origine des volumes importants de primes à l'émission qui en résulte.

Ainsi, dans son rapport annuel portant sur l'année 2015, l'OCDE relevait que plusieurs pays dont la France, mais aussi par exemple la Belgique et le Japon, avaient accru le recours à cette technique pour renforcer la liquidité. L'Italie a annoncé qu'elle y aura davantage recours en 2017. L'Allemagne a annoncé en 2016 des réouvertures de souches sur des maturités de 30 ans, en lieu et place de l'ouverture de lignes nouvelles.

La France se distingue toutefois par un recours plus habituel à cette pratique, qui contribue, parmi d'autres facteurs, à en faire, de l'avis de nombreux acteurs de marché, l'une des dettes les plus liquides de la zone euro.

La recherche de la plus grande liquidité est au cœur de la stratégie de l'AFT, l'émission à partir de souches anciennes étant l'un de ses moyens parmi d'autres mesures : le rachat de titres illiquides, l'adaptation régulière en offrant de nouveaux produits (comme les titres indexés sur l'inflation française, puis européenne), l'autorisation de démembrer les titres, la communication transparente, la prédictibilité et la régularité des émissions.

La stratégie d'émission repose sur la conviction de l'AFT que c'est en répondant au plus près à la demande que la France financera son programme de financement dans les meilleures conditions possibles, de coût et de sécurité.

La pratique des émissions *off-the-run* est neutre de manière actuarielle sur la durée de vie des titres de dette. Elle a néanmoins des conséquences transitoires sur les finances publiques, notables au cours de la vie des titres, qui sont examinées *infra* (cf. 1.5.3).

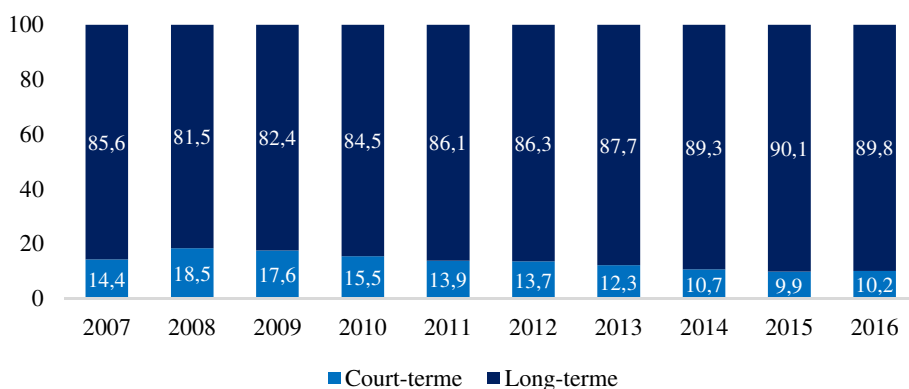
### **1.3.3 Une poursuite de l'allongement de la maturité de la dette pour limiter le risque de refinancement**

Par ailleurs, l'État a fait le choix de mettre à profit les ressources de trésorerie résultant des primes à l'émission pour réduire l'encours de la dette à court terme à hauteur de 18,7 Md€.

La part de la dette à court terme revient ainsi à un niveau d'environ 8 % soit un niveau proche de ceux qui prévalaient avant la crise, un pic à

19 % ayant été atteint en 2009. Le choix de diminuer la dette à court terme malgré les taux d'intérêt négatifs, s'explique par la volonté de limiter le risque de taux auquel sont exposées les finances publiques françaises, la part à court terme de la dette étant la plus sensible à ce risque. Les pays de l'OCDE ont mis en œuvre une telle stratégie dans l'ensemble depuis la crise.

**Graphique n° 7 : Part de la dette négociable des administrations centrales des pays de l'OCDE émise à court et long-terme (en %)**



Source : d'après "OECD Sovereign Borrowing Outlook 2017", octobre 2016

Par ailleurs, la demande pour des titres de maturité élevée a été forte entraînant une augmentation nette des émissions à long terme de maturité supérieure à 5 ans (et particulièrement au-dessus de 15 ans), alors que les émissions de moyen terme, inférieures à 5 ans diminuaient nettement par rapport aux années précédentes.

Comme les agences de gestion de la dette de nombreux pays de l'OCDE, l'AFT a procédé à quelques émissions très longues (à 50 ans) en 2016. Elle a émis au total près de 18 Md€ à 30 ans et au-delà au cours de l'année. En France, la part des émissions à 30 ans est passé de 3 à 8% des émissions entre 2012 et 2016. Dans l'OCDE, le volume annuel des émissions à plus de trente ans a plus que triplé entre 2006 et 2016.

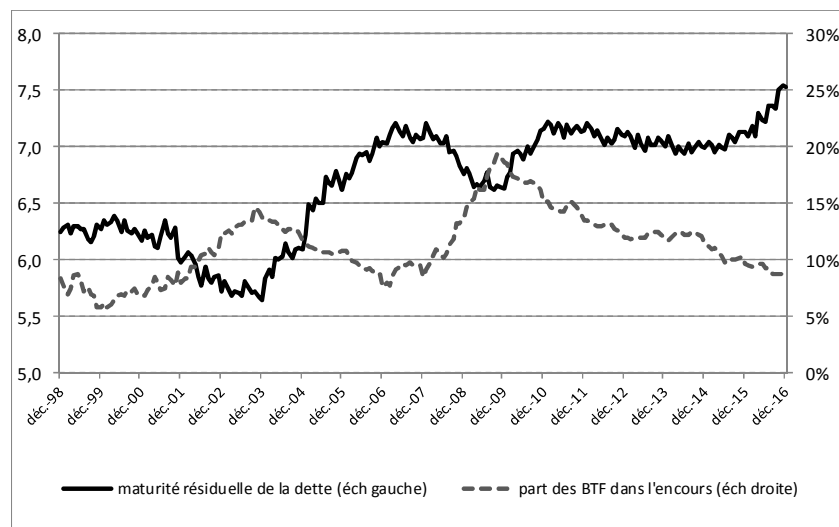
La demande pour les titres indexés sur l'inflation s'est maintenue au cours de l'année 2016, malgré l'environnement d'inflation faible. Sur l'année, l'AFT a émis 20,5 Mds€ de titres indexés, soit 9,6 % de ses émissions brutes de l'année, en ligne avec la cible indicative de 10%.

**Tableau n° 9 : Montant des émissions de titres à moyen et long terme**

En Md€	2013	2014	2015	2016
Émissions à long terme (>5 ans)	92,1	99,7	122,3	154
Émissions à moyen terme	83,2	85,7	80	60,3
Titres indexés	16,8	17,7	17,8	20,5
<b>Total des émissions moyen et long terme brutes</b>	<b>192,1</b>	<b>203,1</b>	<b>220,1</b>	<b>214,3</b>
Rachats	23,2	31,1	33	27,3
<b>Total des émissions moyen et long terme nettes des rachats</b>	<b>168,8</b>	<b>172,0</b>	<b>187</b>	<b>187</b>

Source : Agence France Trésor

Conséquence 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, suivant la tendance observée depuis 2014. Elle s'établit ainsi à 7 ans et demi à la fin de l'année 2016 au lieu d'un peu plus de 7 ans à la fin de l'année 2015.

**Graphique n° 8 : 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

La France est ainsi au niveau de la moyenne de l'OCDE. On observe toutefois des niveaux très variables d'un pays à l'autre, ce qui s'explique notamment par les caractéristiques de l'économie nationale, du secteur financier, de l'épargne nationale et des choix d'émission de l'agence de la dette. De même, si l'allongement peut être observé dans de



nombreux pays en 2016, il a été nettement plus important ailleurs : Belgique, Finlande, États-Unis, Japon, Royaume-Uni.

L'encours détenu par les non-résidents décroît très légèrement depuis 2014 et s'établit à 58,5 % à la fin du quatrième trimestre 2016. Depuis 10 ans, le taux de détention de la dette française par les non-résidents a oscillé entre 59 et 67 %. Les achats de titres souverains par la BCE, réalisés en pratique par la Banque de France, tendent à faire augmenter, toutes choses égales d'ailleurs, le taux de détention nationale. Dans l'OCDE, la moyenne de l'encours détenu par les non-résidents est en général proche de la moitié de la dette.

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.

Le 2 septembre 2016, le ministre de l'Économie et des Finances et la ministre de l'Environnement, de l'Énergie et de la Mer ont annoncé le lancement d'une obligation verte. Celle-ci a été émise pour la première fois le 24 janvier 2017, à un taux conforme au taux des obligations classiques, et a fait l'objet d'une forte demande.

## **1.4 L'exécution des recettes et des dépenses**

### **1.4.1 La programmation des crédits**

En 2016, la charge de la dette et de la trésorerie de l'État a été inférieure, en exécution, de 3,0 Md€ à la prévision initiale, soit un écart de 6,8 % à la prévision initiale.

**Tableau n° 10 : Prévion et exécution de la charge de la dette et de la trésorerie en 2016 (en M€)**

<i>En M€</i>	<b>LFI</b>	<b>LFR du 29/12/2016</b>	<b>Exécution 2016</b>	<b>Écart à la LFI</b>
<b>Charge de la dette*</b>	<b>43 532</b>	<b>40 426</b>	<b>40 411</b>	<b>-3 121</b>
dont OAT et BTAN	43 028	41 068	41 053	-1 975
<i>Charge nette d'intérêts</i>	41 245	41 068	41 041	-204
<i>Charge d'indexation</i>	1 783	0	13	-1770
dont BTF	401	-745	-753	-1154
Dettes reprises	83	81	80	-3
Frais et commissions de gestion de la dette	20	22	30	10
<b>Trésorerie</b>	<b>920</b>	<b>1 021</b>	<b>1 036</b>	<b>+116</b>
dont hors PIA	169	269	282	+113
<b>Charge totale</b>	<b>44 452</b>	<b>41 447</b>	<b>41 447</b>	<b>-3 005</b>

\*Avant opérations de swaps

Source : Agence France Trésor

L'écart entre la prévision et l'exécution de la charge de la dette tient en premier lieu à la charge d'indexation du capital des titres indexés, inférieure de 1,8 Md€ à la prévision. Le rythme d'augmentation des prix de mai à mai (glissement utilisé pour le calcul de la charge budgétaire) a en effet été légèrement négatif pour la France et 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 1,2 Md€ à la prévision : la loi de finances initiale reposait sur une hypothèse de taux à trois mois à 0,1 % alors que celui-ci a finalement été négatif, s'établissant à -0,54 % sur l'année. Enfin, la baisse de charge est imputable à une moindre charge d'intérêts des titres de moyen et long terme, le taux à 10 ans s'élevant en moyenne à 0,48 % sur l'année au lieu de 2,4 % attendus en LFI.

Les prévisions de taux et d'inflation se sont avérées systématiquement prudentes depuis 2012, dans un contexte de politique monétaire inédit.

La charge de trésorerie est supérieure de 116 M€ à la charge prévue en LFI.

#### **1.4.2 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 3,005 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**.

## 1.5 La soutenabilité à court et moyen terme

### 1.5.1 La charge de la dette et de la trésorerie est nettement inférieure 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° 11 : 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	41,45	41,55*

\*prévision LFI 2017

Source : LPFP 2014-2019

### 1.5.2 La prévision de charge de la dette pour 2017 est proche de l'exécution 2016, contrairement à la pratique antérieure

En LFI pour 2017, la charge de la dette et de la trésorerie est prévue au niveau de 41,55 Md€, cette charge étant légèrement révisée par rapport au PLF 2017 qui prévoyait 41,76 Md€. Cette prévision est fondée sur les hypothèses de taux d'inflation de 0,8 % en France et 1,1 % en zone euro, le taux de croissance anticipé par le Gouvernement étant de 1,5 %.

Le niveau prévu de charge de la dette pour 2017 s'établit au niveau de l'exécution 2016.

**Tableau n° 12 : Exécution et prévision de la charge totale de la dette et de la trésorerie (avant swaps)**

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

Source : LFI 2012 à 2017, AFT

L'évolution de la charge de la dette d'une année à l'autre est surtout dépendante de l'inflation et de l'évolution des taux courts. Les taux longs n'ont qu'un faible impact à court terme.

S'agissant de la prévision d'inflation, elle a été jugée réaliste par le Haut Conseil pour les Finances Publiques (HCFP) dans son avis n°2016-

03 relatif au projet de loi de finances et au projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2017. Pour les exercices 2014 et 2015, le HCFP avait au contraire estimé que la prévision d'inflation retenue était plutôt élevée.

S'agissant des taux courts, pour la première fois, l'AFT prévoit que les émissions à 3 mois demeureront en moyenne en territoire négatif sur l'année (taux à l'émission de -0,2 % à 3 mois) au lieu de 0,1% en LFI pour 2016 et 0,05% en LFI pour 2015.

La pratique était jusque-là de retenir des hypothèses de taux courts plus élevés que les taux du marché constatés en fin d'année, combinées à une hypothèse d'inflation relativement optimiste, conduisant à constater des économies sur la charge de la dette en fin d'exercice.

Cette nouvelle pratique constitue un changement notable. Elle contribuera à faire disparaître les marges de manœuvre budgétaires antérieures.

### 1.5.3 La croissance moins rapide de l'encours de la dette 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 2016, charge d'indexation du capital comprise, à 1 621 Md€ au lieu de 1 576 Md€ à la fin de l'année 2015. La dette de l'État a donc augmenté de 45 Md€, soit une augmentation inférieure à celle du déficit qui s'élève à 69 Md€.

**Tableau n° 13 : Encours de la dette négociable (Md€)**

	fin 2010	fin 2011	fin 2012	fin 2013	fin 2014	fin 2015	fin 2016
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	1 487
Encours des BTF	187	178	167	174	175	153	134
<b>Encours total de la dette</b>	<b>1 229</b>	<b>1 313</b>	<b>1 386</b>	<b>1 457</b>	<b>1 528</b>	<b>1 576</b>	<b>1 621</b>

Source : PLF 2016, AFT

Comme l'an dernier, cette évolution reflète l'importance des ressources de trésorerie liées aux primes à l'émission, qui s'élèvent à 20,8 Md€ en 2016.

Sur l'ensemble de la durée de vie de chaque titre pris individuellement, les primes à l'émission sont actuariellement neutres. Il

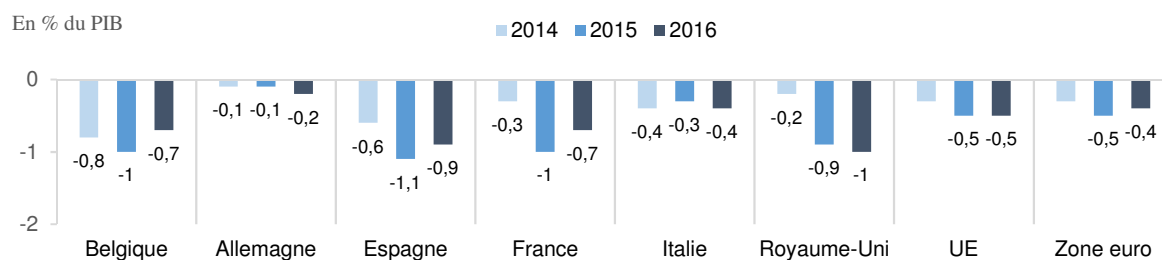
n'y a pas ni gain ni perte pour l'État. En revanche, elles produisent des effets transitoires sur les finances publiques.

D'une part, ces primes à l'émission ont été mises à profit pour limiter le recours à l'endettement de l'année. Ainsi, le rythme d'accroissement de la dette est en partie déconnecté de celui du déficit budgétaire.

D'autre part, l'État devra verser des intérêts tout au long de la vie du titre, au niveau du taux du coupon facial, plus élevé que le taux à l'émission, ce qui alourdira chaque année, toutes choses égales par ailleurs, le déficit budgétaire (en comptabilité budgétaire<sup>3</sup>). Le ratio d'endettement retrouvera, à l'échéance du titre, le niveau qui aurait été le sien si l'État avait émis les titres à sa valeur faciale (en comptabilité budgétaire et en comptabilité nationale).

Cet effet de déconnexion entre l'augmentation du déficit budgétaire et celle de la dette est identifié par Eurostat, qui publie chaque année l'explication des différences entre l'évolution de la dette publique et celle du déficit en comptabilité nationale<sup>4</sup>. Eurostat relevait au titre de l'exercice 2015 « *qu'un nombre croissant d'États membres avait émis leur dette au-dessus du pair* » enregistrant donc des primes à l'émission. Les effets les plus forts en 2015 étaient rapportés au Royaume-Uni, France, Espagne, Portugal et Belgique (0,9-1 % de PIB) la moyenne de la zone euro s'établissant à 0,5 % du PIB.

**Graphique n° 9 : Primes ou décotes résultant d'émissions supérieures (-) ou inférieures (+) à la valeur nominale des titres obligataires d'État (en % du PIB)**



Source : Eurostat

<sup>3</sup> En comptabilité nationale, le déficit est retraité de l'effet des primes et décotes

<sup>4</sup> Eurostat, *Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area and the EU28 for the period 2013-2016, as reported in the April 2017 EDP notification*

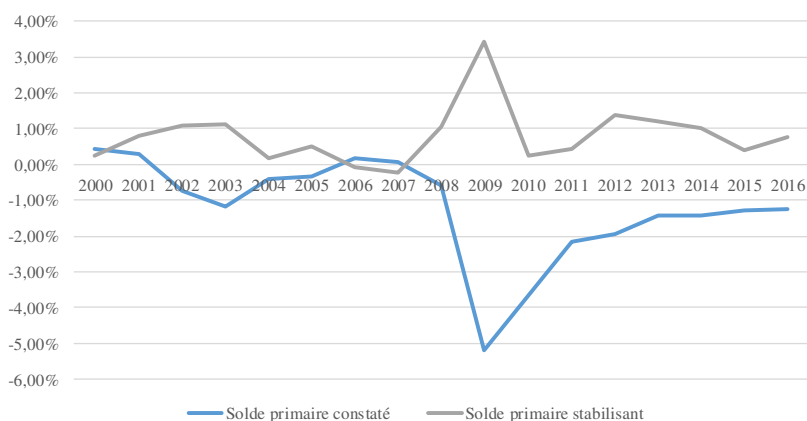
### 1.5.4 La dette de l'État continue à croître en proportion du PIB

Le poids de la dette de l'État dans le PIB croît depuis 2007.

Malgré les effets de la stratégie d'émission, cette tendance s'est poursuivie en 2016, bien qu'à un rythme plus faible, la dette de l'État représentant 72,7 % du PIB au lieu de 71,8 % en 2015 (en comptabilité budgétaire).

D'un point de vue économique, hors effet des politiques d'émission mentionnées ci-dessus, l'État doit, pour stabiliser le poids de la dette dans le PIB, dégager un excédent primaire qui permette de compenser l'alourdissement de la charge d'intérêts dans le PIB. Le solde primaire stabilisant a diminué depuis 2012, en même temps que diminuait la charge d'intérêts. Le solde primaire constaté de l'État s'établit en 2016 à -1,24% et le solde primaire stabilisant à +0,74%. L'écart reste donc important en 2016, de l'ordre de 2 % du PIB.

**Graphique n° 10 : État - Solde primaire stabilisant et solde primaire constaté (en % du PIB)**



Source : calculs Cour des comptes

### 1.5.5 La dette de l'État est exposée au risque de remontée des taux d'intérêt

La remontée des taux entraîne un accroissement de la charge de la dette.

La loi de finances pour 2017 repose sur une hypothèse de taux à 10 ans de 0,9 %, à 3 mois de -0,2 % et d'une inflation de 0,8 % en moyenne annuelle pour la France.

Une remontée des taux entraînerait un accroissement de la charge de la dette en valeur absolue. L'AFT estime qu'une remontée des taux de 1 % sur l'ensemble de la courbe des taux par rapport à ces hypothèses conduirait à augmenter la charge de la dette en comptabilité nationale de 2,1 Md€ la première année, puis de 4,6 Md€ la deuxième année, 6,7 Md€ la troisième année, et de 15,8 Md€ au bout de 10 ans.

Combiné à une remontée de l'inflation de 0,5 %, ce choc de taux conduirait à augmenter la charge de la dette de 3,1 Md€ la première année, puis de 5,5 Md€ la deuxième année, 7,5 Md€ la troisième année, et de 16,2 Md€ au bout de 10 ans.

Il convient toutefois d'observer qu'une remontée de l'inflation a des effets multiples sur les finances publiques qui ne se limitent pas à la charge de la dette. Elle entraîne notamment une augmentation de certaines recettes fiscales (notamment de la TVA) mais aussi de certaines dépenses (pensions, certains transferts sociaux).

Les épisodes de remontée des taux ont correspondu à des périodes de croissance nominales fortes (1994-95, 1999-2000, 2006-2007) ou assez fortes (2010-2011), favorables aux recettes fiscales.

Un décalage entre la remontée des taux et l'accélération de la croissance est néanmoins un risque, de nature à entraîner une dégradation des comptes publics.

De plus, des perturbations temporaires des taux peuvent avoir lieu en 2017 dans la zone euro, tant en raison de l'incertitude politique (avec des élections en France, en Allemagne et en Italie) que de la perspective de la normalisation progressive de la politique monétaire.

## 2 LES GRANDES COMPOSANTES DES DEPENSES ET DES RECETTES

### 2.1 Opérations relatives à la dette primaire

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

**Tableau n° 14 : Dépenses et recettes des opérations relatives à la dette primaire (M€)**

Dépenses	M€	Recettes	M€
Dette négociable : intérêts des BTAN	1 874	Dette négociable : coupons courus des OAT et des BTAN	1 154
Dette négociable : intérêts des OAT hors OAT indexées	37 436	Dette négociable : commissions perçues pour la distribution d'OAT aux personnes physiques	-
Dette négociable : intérêts des OAT et BTAN indexés	2 886	Dette négociable : intérêts reçus sur les instruments financiers à terme au titre de la couverture des risques affectant les titres d'État et les dettes reprises par l'État	18
Dette négociable : charge d'indexation du capital des OAT et BTAN indexés	13	Produit des émissions de titres à court terme à taux d'intérêt négatif	753
Dette négociable : frais et commissions	30	<b>Versement du budget général</b>	41 447
Dette négociable : intérêts sur autres dettes reprises par l'État	99		
<b>Total</b>	<b>42 336</b>		<b>43 372</b>

Source : AFT

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, ainsi que de la charge d'intérêts des dettes reprises. Les principales recettes sont constituées par les recettes de coupons courus à l'émission, par la rémunération à taux négatif des titres à court terme et surtout par le versement du budget général en provenance du programme 117 au sein de la mission **Engagements financiers de l'État**.



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 est relativement stable autour de 41 Md€ depuis 2012, l'augmentation de l'encours de dette à moyen-long terme compensant l'effet favorable de la baisse des taux. La charge de la dette non négociable est désormais négligeable. La charge d'intérêts des dettes reprises est négligeable (80 M€).

## 2.2 Opérations relatives à la trésorerie

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 du résultat des opérations de placements d'une part et de la rémunération des fonds déposés au Trésor d'autre part (dépôts des correspondants et dotations non consommables des PIA).

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

**Tableau n° 15 : Dépenses et recettes des opérations relatives à la trésorerie (M€)**

Dépenses	M€	Recettes	M€
Gestion de la trésorerie : intérêts des comptes de dépôts des correspondants du Trésor et assimilés	146	Gestion de la trésorerie : rémunération du compte courant du Trésor à la Banque de France	-
Gestion de la trésorerie : intérêts des emprunts et des mises en pension de titres d'État	36		
Gestion de la trésorerie : intérêts du compte courant du Trésor à la Banque de France	100	Gestion de la trésorerie : rémunération des prêts à court terme et des pensions sur titres d'État	-
Rémunération des fonds non consommables versés par l'État	754		
<b>Total</b>	<b>1 036</b>		<b>0</b>

Source : Agence France Trésor

Le solde des opérations de trésorerie est déficitaire à hauteur de -1 036 M€ (au lieu de -920 M€ prévu en LFI). Le solde des opérations de trésorerie est négatif depuis 2008, le niveau de déficit atteint en 2016 étant un record depuis 2000. Hors dépenses d'intérêt des PIA, le solde de trésorerie s'établit à seulement -282 M€ au lieu de -204 M€ en 2015 et 169 M€ prévus en LFI 2016, en raison de la détérioration des conditions de placement, défavorables tout au long de l'année.

**Tableau n° 16 : Résultat des opérations de trésorerie**

<i>en M€</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Solde des opérations de trésorerie</b>	<b>-869,3</b>	<b>-955,0</b>	<b>-1 036</b>
Produits de placement nets	10,9	-59,3	-136
Rémunération des dépôts des correspondants	-192,2	-144,8	-146
Rémunération des fonds non consommables du PIA	-688,0	-751	-754
<b>Solde hors PIA</b>	<b>-181,2</b>	<b>-204,1</b>	<b>-282</b>

*Source : Agence France Trésor*

La rémunération des dotations non consommables des programmes d'investissement d'avenir (PIA) constitue en effet la principale charge de trésorerie pour l'État. 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. Elle a atteint son niveau plein au cours de l'exercice 2015<sup>5</sup>. Elle représente désormais une charge fixe pour l'État de 0,75 Md€ par an. 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.

La rémunération des dépôts des correspondants du Trésor est stable par rapport à 2015 à 146 M€, après une décrue régulière au cours des

<sup>5</sup> Au 31 décembre 2016, l'encours de dotations non consommables au titre des PIA 1 et 2 était de 22 Md€ comme en 2015. Le PIA 3 présenté dans la LFI 2017 ne comprend pas de dotation non consommable.

dernières années. Au 31 décembre 2016, les dépôts des correspondants s'élevaient à 102 Md€.

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. Certains déposants spécifiques bénéficient de conditions de rémunération *ad hoc* en vertu de décisions ministérielles ou de conventions bilatérales. Au total, les dépôts rémunérés, hors PIA, représentent 20 Md€ soit une part en diminution nette par rapport à la fin de l'année 2015 où ils s'établissaient à 25 Md€. Cette diminution est due à la baisse de l'encours des banques centrales africaines.

La rémunération des correspondants est néanmoins stable malgré la baisse de l'encours rémunéré en raison d'une augmentation des dépôts de l'IEOM qui bénéficie d'un taux de rémunération élevée de 3,25% par an. Ce niveau semble déconnecté des conditions offertes aux autres correspondants. L'arrêté du 29 juin 2016 prévoit d'ores et déjà un abaissement à 3 % de la rémunération du compte à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018. Ce niveau devra être réexaminé régulièrement par l'État au vu des conditions de marché et des conditions offertes aux autres correspondants.

**Tableau n° 17 : Les intérêts des comptes de correspondants (en M€)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Comptes de dépôts à vue (hors collectivités locales)	75,7	23,3	53,5	73,3	48,6	50,1
Banques centrales africaines	219,8	215,4	143,3	83,3	72,3	61,2
Comptes à terme des collectivités locales	12,5	23,3	8,5	1,3	0,4	0,0
Autres comptes à terme	34,0	35,9	3,9	2,9	0,1	0,0
Compte de dépôt de l'IEOM	22,6	11,0	43,6	31,3	23,3	34,0
Divers	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>365,0</b>	<b>309,1</b>	<b>252,8</b>	<b>192,2</b>	<b>144,7</b>	<b>145,5</b>

Source : Agence France Trésor

Enfin, les placements de trésorerie ont été déficitaires en 2016 comme 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.

Du fait de la faible demande de liquidités de la part du marché, les volumes placés ont été nettement inférieurs à 2015. Ainsi, les volumes de placements en moyenne quotidienne se sont élevés à 2,6 Md€ au lieu de 18 Md€ en 2015 soit un volume de placement très faible. Dans ce contexte, le solde du compte du Trésor s'est établi en moyenne quotidienne à 27 Md€ au lieu de 17 Md€ en 2015. Les intérêts versés à la Banque de France se sont élevés à 100 M€ soit un taux moyen de -0,37% (le taux de la facilité de dépôt ayant été abaissé de -0,30% à -0,40% le 16 mars 2016). Les placements de trésorerie ont été réalisés en moyenne au niveau de l'EONIA, qui est négatif mais légèrement supérieur au taux de la facilité de dépôt appliqué par la Banque de France au compte du Trésor.

**Tableau n° 18 : Évolution des recettes de placement de trésorerie (M€)**

<i>en M€</i>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Pensions livrées	137,5	0,6	2,5	9,7	-11,8	-3,9
Prêts interbancaires	153,3	35,8	6,3	10,7	-13,6	-27,7
Compte courant à la Banque de France	6,1	35,5	1,8	-12,4	-32,9	-100,4
Prêts auprès d'États de la zone euro	0,6	0,3	0,0	0,1	-0,3	-0,79
Billets de trésorerie ACOSS	1,5	0,9	0,4	2,6	-0,7	-3,78
Divers	0,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0
<b>Total</b>	<b>299,5</b>	<b>74,9</b>	<b>11,1</b>	<b>10,7</b>	<b>-59,3</b>	<b>-136,6</b>

*Source : Agence France Trésor*

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 reçus par l'AFT pour la rémunération des BTF. La recette nette qui en a

résultat en 2016 s'établit à 753 M€ alors que la gestion de trésorerie, hors PIA, engendre une charge nette de 282 M€<sup>6</sup>.

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

L'AFT a mis en place entre septembre 2001 et juillet 2002 un programme de gestion active de la dette visant à réduire la durée de vie de la dette. Cette stratégie a été suspendue, les conditions de marché ne justifiant plus son activation. L'encours de *swaps* de l'État s'élève à 1,0 Md€ fin 2016 au lieu de 5,8 Md€ fin 2015. Son impact sur la durée de vie de la dette est négligeable.

Les opérations de *swaps* ont permis d'engranger une recette nette de 145 M€ en 2016, 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 41,3 Md€ en 2016 au lieu de 42,0 Md€ en 2015.

**Tableau n° 19 : Dépenses et recettes des opérations relatives à la gestion active de la dette (M€)**

Dépenses	M€	Recettes	M€
Gestion active de la dette : intérêts payés au titre des contrats d'échange de taux d'intérêt	10	Gestion active de la dette : intérêts perçus au titre des contrats d'échange de taux d'intérêt	154
Gestion active de la dette : intérêts des appels de marge sur contrats d'échange de taux d'intérêt	-	Gestion active de la dette : intérêts des appels de marge sur contrats d'échange de taux d'intérêt	1
<b>Total</b>	<b>10</b>		<b>155</b>

Source : Agence France Trésor

<sup>6</sup> 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.

### **3 LA CONFORMITE AUX PRINCIPES ET REGLES DE LA LOLF**

Le plafond d'émission de 62,5 Md€ fixé en LFI pour 2016 a été respecté : il correspond à la différence entre les émissions nettes (187,0 Md€) et le montant des amortissements en valeur faciale (124,5 Md€). Ce plafond a été porté à 72,2 Md€ pour 2017.

La régularité de l'exécution budgétaire 2016 ne soulève pas de remarque particulière.

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

### **4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2015**

La Cour a formulé au titre de l'exercice 2015 une recommandation concernant le suivi de la performance dans la NEB *Engagements financiers de l'État*. Le suivi de mise en œuvre de cette recommandation est examiné dans le NEB correspondante concernant l'exercice 2016.

### **4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2016**

La Cour formule une recommandation au titre de la gestion 2016 :

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