

Cour des comptes



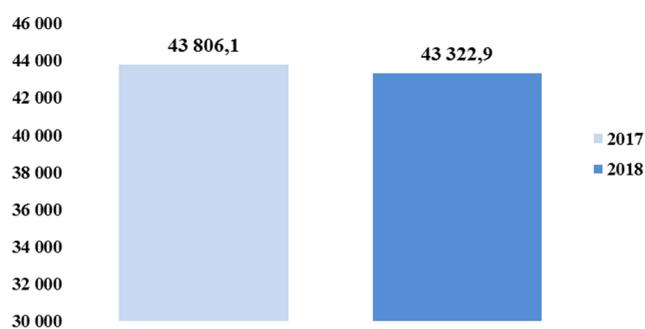
Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

Note d'analyse
de l'exécution budgétaire

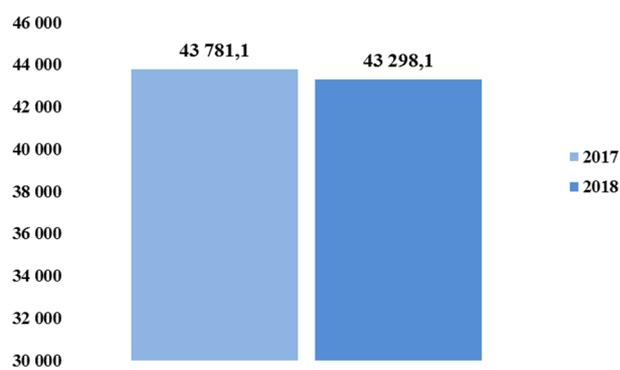
2018

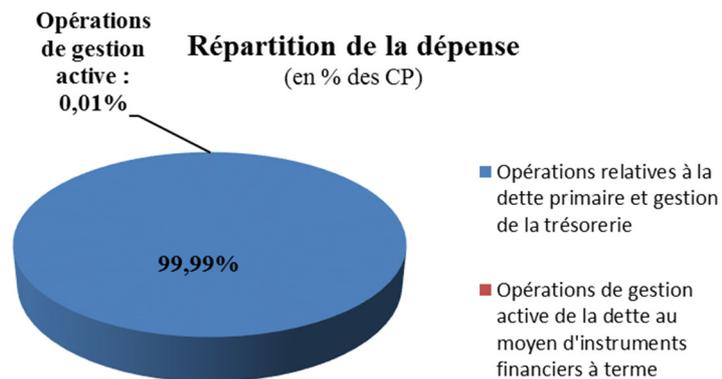
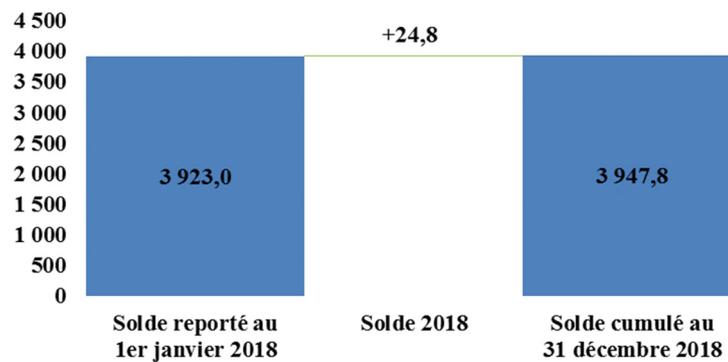
Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État

Graphique n° 1 : Recettes (en M€)



Graphique n° 2 : Dépenses (en M€)



Graphique n° 3 : Répartition de la dépense (en %)**Graphique n° 4 : Soldes (en M€)**

Synthèse

Un besoin de financement toujours très élevé

En 2018, l'État a émis 195 Md€ de titres à moyen et long terme pour financer majoritairement (60 %) le remboursement de titres arrivant à échéance mais également, à hauteur de 40 %, le déficit courant. Ce besoin de financement augmente sensiblement (+ 8,8 Md€) par rapport à 2017 et reste très supérieur au niveau prévalant avant la crise de 2008 (109 Md€ entre 2001 et 2007).

Une charge d'intérêts stable à la faveur du maintien de taux exceptionnellement bas

La persistance de taux d'intérêt historiquement bas, favorisée par la politique monétaire très accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), a permis à l'État de stabiliser la charge d'intérêts versés (40,5 Md€ après 40,7 Md€ en 2017) en dépit d'un accroissement significatif (+ 70,3 Md€ soit + 4,2 %) de l'encours de sa dette. Le solde budgétaire a, de nouveau, été très éloigné (33,3 Md€) du solde stabilisant le poids de la dette dans le PIB si bien que celui-ci a augmenté de 1,2 point pour s'établir à 74,6 % à la fin de l'année 2018.

Une exécution proche de l'inscription de la LFI

Pour la seconde année consécutive, la charge d'intérêts (40,5 Md€) s'est établie à un niveau proche de l'inscription en LFI (40,2 Md€). Le léger dépassement s'explique par une charge d'indexation des titres indexés sur l'inflation supérieure à celle anticipée en loi de finances initiale en raison d'une croissance des prix supérieure à celle attendue en France et en zone euro. Cette légère surexécution par rapport à la LFI a nécessité l'ouverture de crédits supplémentaires (0,3 M€) en LFR.

Des opérations de trésorerie toujours coûteuses

Les opérations de trésorerie sont restées déficitaires en 2018 au même niveau qu'en 2017 (- 1,0 Md€). Les taux proposés par le marché monétaire étant généralement plus négatifs que le taux de rémunération servi par la Banque de France, la trésorerie a été très largement maintenue sur le compte à la Banque de France. La rémunération des dotations non consommables des investissements d'avenir selon un taux de marché prévalant lors de la conclusion des conventions avec les bénéficiaires a

continué de peser de manière significative (0,8 Md€) sur le solde de ces opérations de trésorerie.

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

La progression ininterrompue de la dette de l'État l'expose à une forte hausse de ses charges financières dans l'hypothèse d'une remontée des taux d'intérêt. L'Agence France Trésor estime ainsi qu'une hausse d'un point de taux d'intérêt conduira à une majoration du service de la dette de 2,0 Md€ la première année et de 18,8 Md€ à l'horizon de 10 ans. L'allongement de la maturité de la dette a toutefois permis de contenir ce risque à court-moyen terme.

recommandations

Recommandation n°1 (Agence France Trésor) : poursuivre l'ajustement à la baisse de la rémunération des dépôts de l'IEOM (recommandation reformulée).

Recommandation n°2 (Direction du budget – Agence France Trésor) : dans le tableau de financement distinguer le déficit budgétaire et le déficit à financer et expliciter le passage entre les deux montants (recommandation reformulée).

Sommaire

Introduction.....	8
1 Les résultats de l'exercice	10
1.1 Un besoin de financement toujours très supérieur à son niveau d'avant-crise.....	10
1.2 Les conditions de marché ont permis le maintien d'émissions à taux bas.....	16
1.3 Des émissions aux caractéristiques proches de celles des années précédentes	20
1.4 Une dette toujours plus élevée.....	25
1.5 La soutenabilité à court et moyen terme.....	30
1.6 En 2018, l'AFT a publié les premiers rapports évaluant les dépenses financées par les « obligations vertes ».....	31
2 Les grandes composantes des dépenses et des recettes.....	33
2.1 En dépit de la progression de la dette, la charge d'intérêts est stable	33
2.2 Des conditions de rémunération dérogatoires pèsent sur les charges de trésorerie.....	35
2.3 Opérations de gestion active de la dette (swaps).....	40
3 La conformité aux principes et règles du droit budgétaire....	42
4 Les recommandations de la Cour.....	43
4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2017...	43
4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2018	43

Introduction

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

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

La section 1 est équilibrée par des versements de crédits du budget général (programme 117 - *Charge de la dette et trésorerie de l'État* de la mission Engagements financiers de l'État). Est ainsi inscrite au budget général la charge de la dette et de la trésorerie avant opérations de gestion active (*swaps*). Conformément à l'article 113 de la loi de finances rectificative pour 2004 du 30 décembre 2004, la section 1 fait l'objet d'une autorisation de découvert évaluative. Cette autorisation a été maintenue à 17,5 Md€ dans la loi de finances initiale pour 2018 (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 2018. La section 2 est néanmoins, comme les années précédentes, en excédent, les opérations de *swaps* en extinction continuant à produire des recettes nettes.

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

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

Les recettes liées à la gestion de la dette proviennent des coupons courus sur OAT. Elles comprennent également les intérêts reçus sur les

instruments de micro-couverture des dettes reprises par l'État ainsi que les gains liés à l'émission de BTF à taux d'intérêt négatif, significatifs depuis 2015.

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

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

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

Au total, le compte de commerce est, en fin d'année, excédentaire de 24,8 M€, ce montant correspondant aux produits nets (recettes moins dépenses) générés par les opérations de gestion active de la dette, retracées dans la deuxième section du compte de commerce. Ce résultat est conforme à l'évaluation du solde prévu en LFI 2018.

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

	Exécution 2017	LFI 2018	Exécution 2018
<i>Recettes</i>	43806,1	42703,0	43322,9
<i>Dépenses</i>	43781,1	42679,0	43298,1
<i>Solde</i>	25,0	24,0	24,8

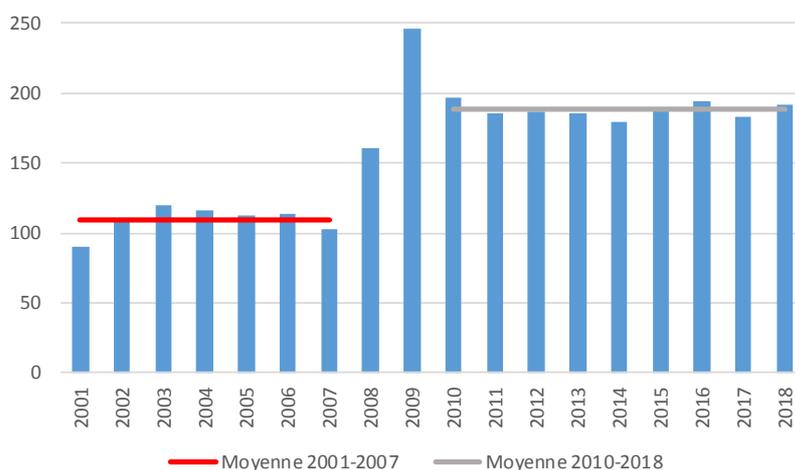
Source : LFI 2018 et AFT

1 Les résultats de l'exercice

1.1 Un besoin de financement toujours très supérieur à son niveau d'avant-crise

En 2018, le besoin de financement de l'État est resté à un niveau très élevé (191,9 Md€) en hausse (+ 8,8 Md€) par rapport à 2017. Il a assez peu varié depuis 2010 à un niveau (188 Md€ en moyenne) très supérieur à celui atteint avant la crise de 2008 (109,1 Md€ entre 2001 et 2007).

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



Source : Agence France Trésor

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

Environ 60 % de ce besoin de financement découle du remboursement de titres arrivés à échéance en 2018, le solde s'explique par la nécessité de financer le déficit courant.

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

	Exécution 2016	Exécution 2017	LFI 2018	Exécution 2018
Besoin de financement (Md€)				
<i>Amortissement de la dette à moyen et long terme</i>	124,9	115,2	116,6	116,6
<i>Déficit à financer</i>	69,1	67,7	85,7	76,0
<i>Autres besoins de trésorerie</i>	0,1	0,2	0,3	-0,6
Total	194,1	183,1	202,6	191,9
Ressources de financement (Md€)				
<i>Émissions de dette à moyen et long terme nettes des rachats</i>	187,0	185,0	195,0	195,0
<i>Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme</i>	-18,7	-7,5	0,0	-13,6
<i>Variation des dépôts des correspondants</i>	1,6	4,7	1,0	9,8
<i>Variation des disponibilités (1)</i>	4,6	-9,2	2,1	-11,1
<i>Primes et décotes</i>	20,0	9,6	3,0	10,8
<i>Autres ressources de trésorerie</i>	-0,3	0,4	0,5	1,0
Total	194,1	183,1	202,6	191,9

Source : Agence France Trésor

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

La présentation du tableau de financement, voté en loi de finances et en loi de règlement, gagnerait à être aménagée. La ligne « déficit à financer » exclut, en 2010 et 2014, les inscriptions budgétaires des PIA 1 et PIA 2 qui, bien que pesant sur le déficit budgétaire de chacune de ces deux années, ne se traduisaient pas par des décaissements durant l'année. Ce retraitement était bien justifié par le fait que le tableau de financement retrace les besoins en trésorerie émanant du déficit budgétaire. Mais, sans cohérence avec ce choix, les autres opérations budgétaires sans impact en trésorerie (très majoritairement l'indexation du capital des titres indexés), qui ont atteint 3,4 Md€ en 2018, apparaissent dans la ligne « Autres besoins de trésorerie ». Depuis 2015, la ligne déficit à financer recouvre de fait le déficit budgétaire et son intitulé est trompeur.

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

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

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

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

Source : Cour des comptes à partir des données AFT

Ce besoin de financement a été couvert par des émissions de dette à moyen et long terme (195,0 Md€). En ajoutant les émissions ayant financé le rachat de 30,4 Md€ de dette arrivant à échéance en 2019 et 2020, les

émissions totales de titres à moyen et long terme ont atteint 225,4 Md€ en 2018.

Les encaissements de primes, nettes des décotes, sont restés élevés (10,8 Md€), ce qui a permis de réduire l'encours des titres à court terme (BTF) de 13,6 Md€. Le fort accroissement des dépôts des correspondants du Trésor (+ 9,8 Md€) a de nouveau contribué à accroître le solde du compte de l'État à la Banque de France (+ 11,2 Md€).

La croissance des dépôts des correspondants (+ 9,8 Md€) s'explique par la progression de l'encours du secteur public local (+ 3,8 Md€), des Banques centrales africaines (3,2 Md€) et des établissements publics nationaux (2,3 Md€) en raison d'une part des dépôts du fonds pour l'innovation et l'industrie (1,9 Md€) et d'autre part de la centralisation de la trésorerie de l'Agence nationale des chèques vacances (ANCV) sur le compte du Trésor (0,4 Md€).

Le fonds pour l'innovation et l'industrie

Constitué au sein de l'EPIC BPI France et dépourvu d'existence juridique, le fonds pour l'innovation et l'industrie, à terme doté à hauteur de 10 Md€ de produits de privatisations, financera le développement d'innovations de rupture et leur industrialisation en France.

Il a été doté de 1,6 Md€ en numéraire à la fin de l'année 2017 issu du produit de cessions d'actifs (Engie et Renault) et de 8,4 Md€ de titres (EDF, Thales) dont il a perçu 0,3 Md€ de dividendes en 2018. Ces titres seront rétrocédés à l'État lors des prochains abondements en numéraire une fois réalisées de prochaines cessions de participations.

La trésorerie du fonds est déposée sur un compte au Trésor dont la rémunération a été fixée à 2,50 % jusqu'à 2023. Elle sera revue à la baisse à cette date pour correspondre aux conditions de marché des OAT à 50 ans si le taux de l'OAT de maturité 1^{er} janvier 2073, ou d'échéance la plus proche, est inférieur à 2,50 %. Ces intérêts qui permettront, à terme, de dégager 250 M€ de ressources annuelles pour financer l'innovation seront crédités au fonds dès lors la promulgation de la loi Pacte qui doit en autoriser la perception par l'Epic BPI France.

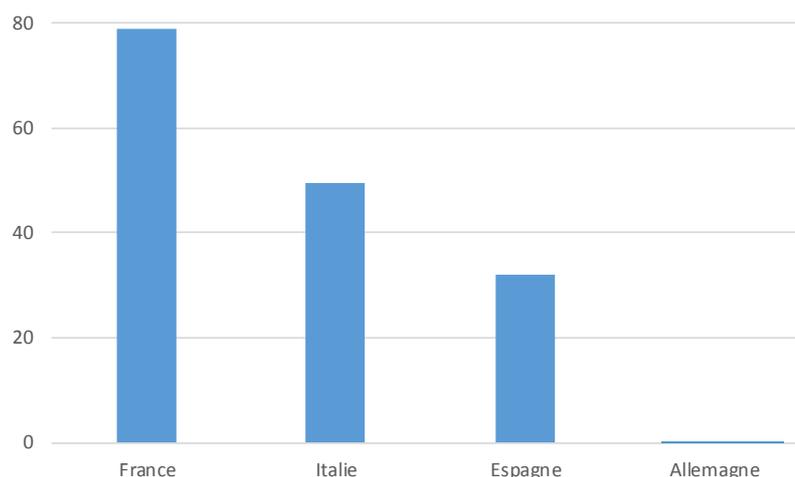
Tableau n° 4 : Encours et variation des dépôts des correspondants du Trésor (Md€)

	Encours fin 2017	Variation	Encours fin 2018
<i>Collectivités et établissements publics locaux</i>	57,2	3,8	61,0
<i>dont</i>			
<i>régions</i>	2,3	0,2	2,5
<i>départements</i>	6,3	0,9	7,2
<i>communes</i>	24,4	1,2	25,6
<i>EPCI</i>	13,5	0,3	13,8
<i>autres</i>	10,7	1,1	11,8
<i>Hôpitaux</i>	5,1	0,1	5,2
<i>Établissements publics nationaux</i>	20,0	2,3	22,3
<i>Banques centrales africaines</i>	9,1	3,2	12,3
<i>Union européenne</i>	3,8	-1,7	2,1
<i>Autres</i>	11,9	2,1	14,0
Total	107,1	9,8	116,9

Source : Agence France Trésor

En exécution, le besoin de financement a été très sensiblement (10,7 Md€) plus faible que prévu en LFI principalement en raison d'un déficit budgétaire moins élevé qu'attendu (- 9,6 Md€).

Ce besoin de financement a fait de l'État le second émetteur de la zone euro très proche de l'Italie (229 Md€) et le premier si l'on exclut les émissions correspondant au refinancement des titres arrivant à échéance. En revanche, l'État allemand n'a pas de déficit courant à financer.

**Graphique n° 2 : Émissions des États européens en 2018
hors refinancement de la dette arrivée à maturité (Md€)**

Source : Agence France Trésor

En 2019, le besoin de financement progressera très fortement (+ 45 Md€) pour s'établir à 237 Md€ soit un niveau très supérieur à celui qui prévaut depuis 2010. Cette augmentation provient de :

- la nécessité de refinancer un niveau élevé (130 Md€ contre 117 Md€ en 2018) de dette à moyen et long terme arrivant à échéance. Cette croissance s'explique par l'arrivée à maturité d'un volume important de titres émis pendant et après la crise de 2008 étant donné la durée moyenne de la dette à moyen et long terme (10 ans). Ce renouvellement plus massif de dette est donc pérenne ;
- un déficit budgétaire particulièrement élevé (107,7 Md€ après 76,0 Md€ en 2018) en raison :
 - o d'une part de l'impact de deux effets ponctuels : la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en allègement de cotisations sociales (20 Md€) et la mise en place du prélèvement à la source (6 Md€)¹.

¹ La mise en place du prélèvement à la source conduit au décalage d'un mois de recettes (absence d'encaissements en janvier 2019).

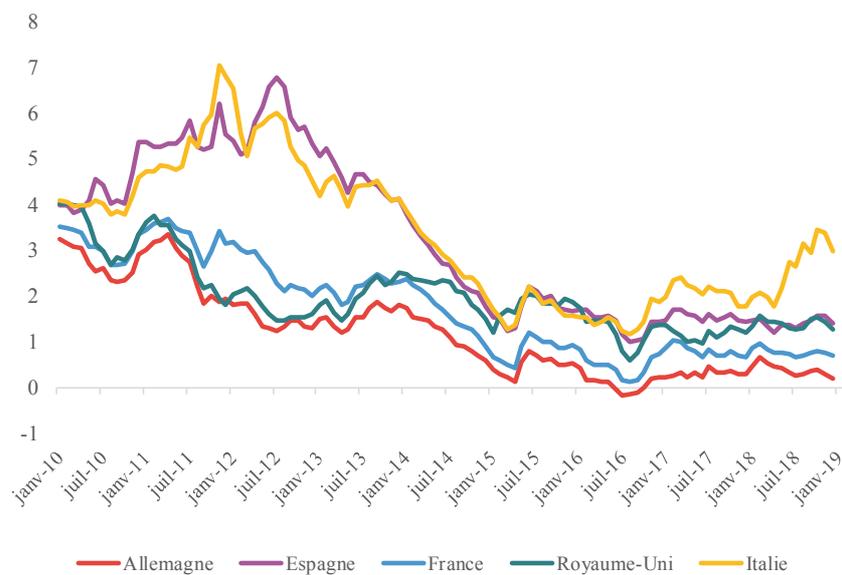
- d'autre part, des mesures de soutien au pouvoir d'achat en réponse à la crise sociale de décembre 2018 qui ont conduit à un déficit voté plus dégradé de 9 Md€ que celui figurant dans le projet de loi de finances.

Le maintien d'un niveau d'émissions à moyen et long terme proche de celui de 2018 (200 Md€ après 195 Md€) sera rendu possible par la croissance de l'endettement à court terme (+ 15 Md€), une forte hausse attendue des dépôts des correspondants du Trésor (+ 11 Md€) et une baisse attendue du niveau de la trésorerie (5 Md€). En conséquence, la part de l'endettement à court terme devrait progresser et la durée moyenne de la dette reculer.

1.2 Les conditions de marché ont permis le maintien d'émissions à taux bas

En dépit de la normalisation très progressive de la politique monétaire de la BCE (baisse de ses achats mensuels de titres de 60 Md€ à 30 Md€ en janvier 2018 avant une nouvelle de réduction à 15 Md€ en octobre), les taux d'intérêt n'ont que peu varié dans les principaux pays européens en 2018.

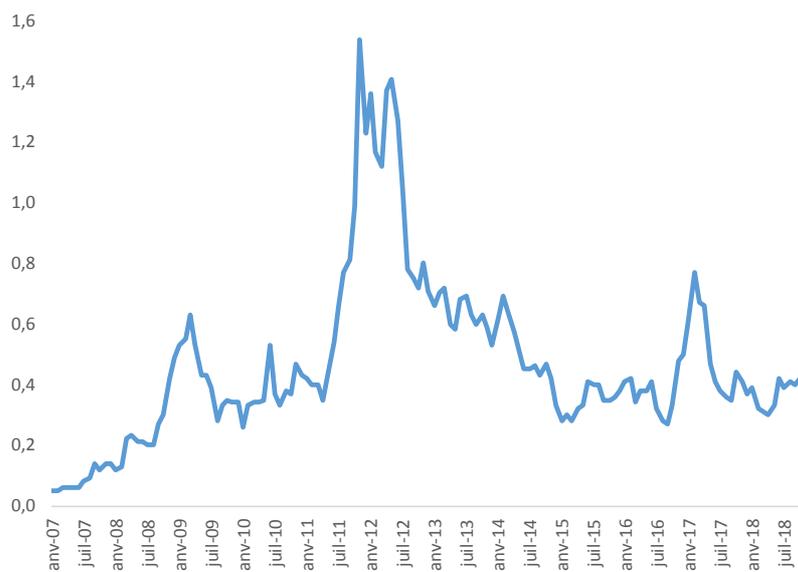
Seule l'Italie a été pénalisée par ses incertitudes politiques (formation de la coalition) et budgétaires (dialogue avec la Commission sur son budget pour 2019).

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

Source : BCE

L'écart de taux (*spread*) avec l'Allemagne, proche de 40 points de base durant les trois premiers trimestres s'est légèrement accru en fin d'année pour atteindre 51 points de base.

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



Source : BCE

Le léger creusement de l'écart de taux entre la France et l'Allemagne en fin d'année découle d'une baisse des taux allemands. Dans le même temps, le spread des autres grands pays de la zone euro avec l'Allemagne n'a pas augmenté, signe d'une appréciation un peu moins favorable de la dette française sur les marchés, qui peut s'expliquer par la crise sociale de décembre 2018.

Durant l'année, l'amplitude des variations du taux de l'OAT à dix ans a été limitée. Proche de 1 % en début d'année, il a reculé progressivement pour osciller autour de 0,7 % pendant le reste de l'année.

Si le durcissement progressif de la politique monétaire américaine (la réserve fédérale américaine a relevé à quatre reprises son taux directeur d'un quart de point) a pu ponctuellement exercer des tensions sur les taux européens, d'autres facteurs ont contribué à la stabilisation voire à l'amélioration de ces conditions de marché.

D'abord, la confirmation par la BCE du réinvestissement des titres acquis lors de son programme d'achats massifs ainsi que le maintien du niveau de ses taux directeurs au moins jusqu'à l'été 2019 ont favorisé le maintien de conditions monétaires accommodantes. Les incertitudes économiques pesant sur le climat économique en fin d'année (tensions

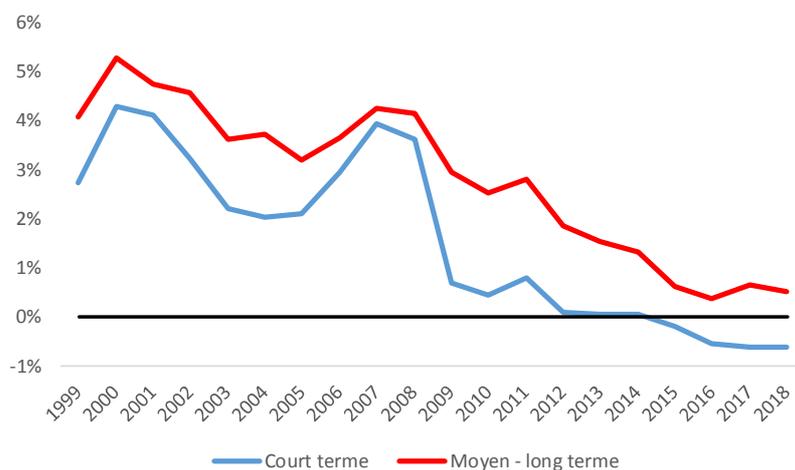
commerciales entre les États-Unis et la Chine, modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, signes de ralentissement de la croissance en Europe et en Asie) ont provoqué un recul des marchés boursiers et en revanche entraîné un phénomène de « fuite vers la qualité » qui a bénéficié aux obligations souveraines, en particulier celles jugées sûres et liquides.

**Graphique n° 5 : Évolution du taux de l'OAT 10 ans en 2018
(en %)**



Source : Banque de France

Dans cet environnement de marché toujours très favorable, l'Agence France Trésor a pu procéder à ses émissions dans de très bonnes conditions. Les émissions à court terme ont été réalisées à un taux (- 0,60 % en moyenne) très proche de celui de l'année précédente (- 0,62 %) tandis que les émissions à moyen et long terme, pourtant déjà réalisées à un taux très bas en 2017 (0,65 % en moyenne), ont été effectuées à des conditions encore meilleures en 2018 (0,53 %).

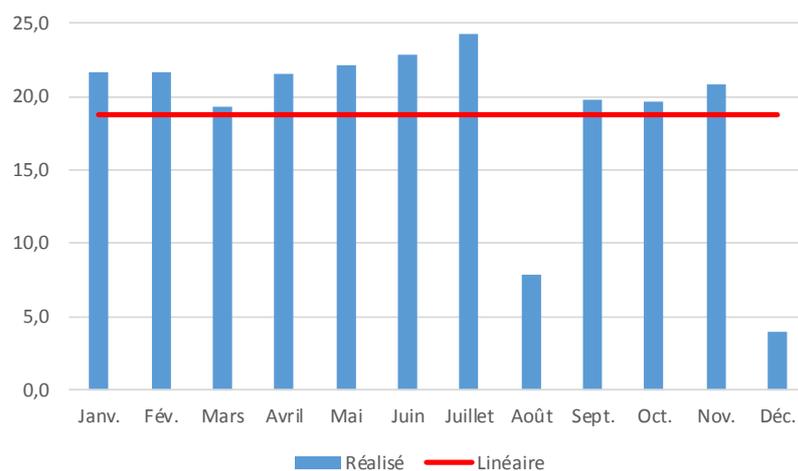
Graphique n° 6 : Taux moyen à l'émission

Source : Agence France Trésor

1.3 Des émissions aux caractéristiques proches de celles des années précédentes

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

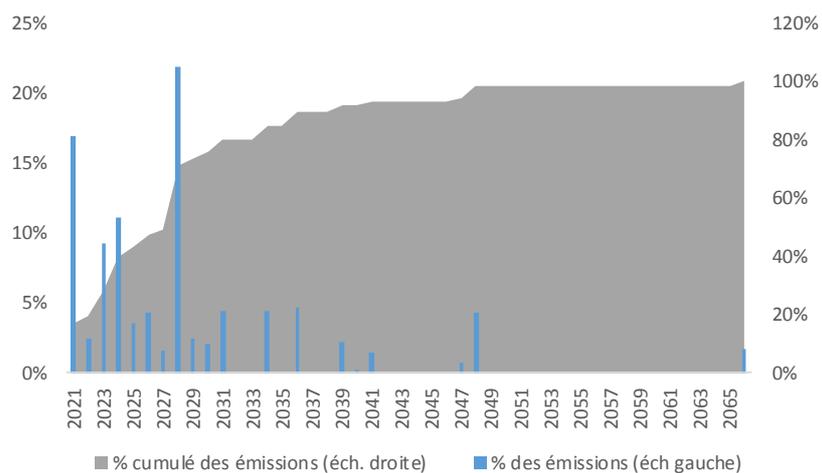
**Graphique n° 7 : Montant mensuel des émissions en 2018
(en Md€)**



Source : Agence France Trésor

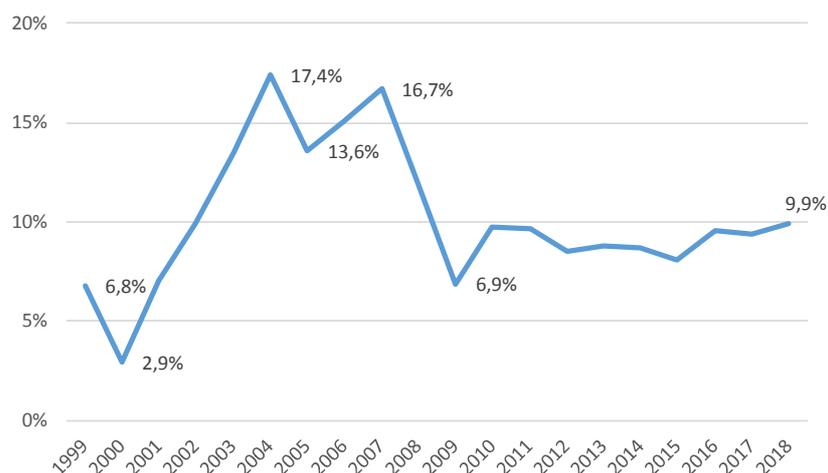
Plus de 70 % des titres émis arriveront à échéance dans les dix prochaines années tandis qu'une très faible minorité (1,7 %) sont de maturité supérieure à 30 ans. La maturité moyenne des émissions à moyen et long terme, de 10,4 ans, excède la durée moyenne de l'encours de ces titres à la fin de l'année 2017 (8,4 années) si bien que ces émissions ont contribué à augmenter la durée de vie de la dette en 2018 (cf. *infra*).

Graphique n° 8 : Répartition par année d'échéance des émissions à moyen et long terme réalisées en 2018



Source : Agence France Trésor

Comme chaque année depuis 2010, l'AFT a émis environ 10 % de la dette à moyen et long terme sous forme de titres indexés sur l'inflation en France et en zone euro. Ces titres permettent de répondre à la demande d'investisseurs souhaitant couvrir la valeur de leur investissement contre l'inflation ou diversifier leur portefeuille.

Graphique n° 9 : Part des titres à moyen et long terme indexés sur l'inflation

Source : Agence France Trésor

La persistance de taux de marché bas, inférieurs au taux de coupon des titres émis, a permis à l'État d'engranger 11,3 Md€² de primes, nettes de décotes, à l'émission, soit un montant légèrement supérieur à celui perçu en 2017 (10,5 Md€). Certains investisseurs peuvent en effet parfois souhaiter détenir dans leurs portefeuilles des titres plus anciens porteurs de coupons plus élevés moyennant le versement de primes à l'État. L'AFT répond à cette demande par des émissions sur souches anciennes.

Tableau n° 5 : Primes, nettes des décotes, à l'émission (Md€)

	Souches de référence	Souches anciennes	Titres indexés	Primes nettes des décotes
2015	3,3	16,6	2,8	22,7
2016	6,0	12	2,8	20,8
2017	1,2	6,9	2,5	10,5
2018	0,7	7,5	3,1	11,3

Source : Agence France Trésor

² Ce montant, relatif aux seules primes nettes des décotes encaissées à l'émission, s'écarte du montant figurant dans le tableau de financement (10,8 Md€ en 2018) qui prend également en compte les primes et décotes sur les rachats de titres.

Les primes nettes de décotes sur souches anciennes ont légèrement augmenté (+ 7,5 Md€ après + 6,9 Md€) : la réduction de l'écart entre taux de coupon et taux de marché à l'émission sur souches anciennes a été plus que compensée par le montant supérieur de ces réémissions (tableau 5). Les primes à l'émission sur titres indexés ont également augmenté par rapport à 2017, du fait cette fois d'une hausse de l'écart entre le taux de coupon et le taux de marché des titres indexés.

Tableau n° 6 : Répartition des titres émis

	Titres de référence		Souches anciennes		Titres indexés	
	Volume émis (Md€)	Écart de taux	Volume émis (Md€)	Écart de taux	Volume émis (Md€)	Écart de taux
2017	160,4	0,09%	32,8	2,16%	20,0	1,24%
2018	148,7	0,06%	54,3	1,41%	22,4	1,39%

Source : Agence France Trésor

De nouveau, le niveau de primes, nettes des décotes, sur les émissions et rachats, a été très supérieur au montant inscrit dans le tableau de financement de la loi de finances initiale (10,8 Md€ contre 3 Md€).

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

	2017	2018	2019
<i>LFI</i>	4,0	3,0	3,0
<i>Exécution</i>	9,6	10,8	

Source : Agence France Trésor

Cette prévision est toutefois délicate étant donné sa sensibilité à l'environnement de taux et aux caractéristiques des titres émis (taux de coupon et maturité).

La stabilité des taux à moyen et long terme depuis 2015 devrait conduire à la réduction progressive de l'encaissement de primes à l'émission dans les prochaines années.

1.4 Une dette toujours plus élevée

En 2018, en raison d'un déficit budgétaire à financer élevé (76,0 M€), la dette a progressé de 70,3 Md€ pour s'établir à 1756,4 Md€ à la fin de l'année.

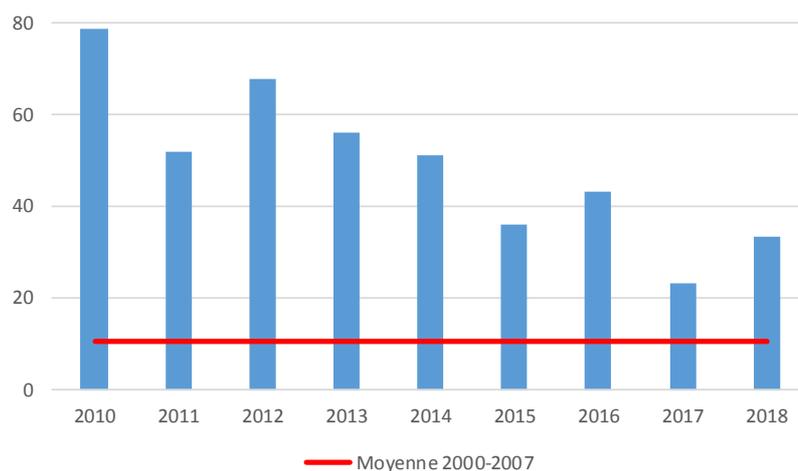
Tableau n° 8 : Encours de dette de l'État (en Md€)

	2016	2017	2018
<i>Encours de dette</i>	1620,6	1686,1	1756,4
<i>Titres à moyen/long terme</i>	1486,7	1559,6	1643,5
<i>dont titres indexés</i>	199,5	201,7	219,6
<i>Titres à court terme</i>	133,9	126,5	112,9
<i>Part des titres indexés</i>	12,3%	12,0%	12,5%
<i>Part des titres à moyen/long terme</i>	91,7%	92,5%	93,6%

Source : Agence France Trésor

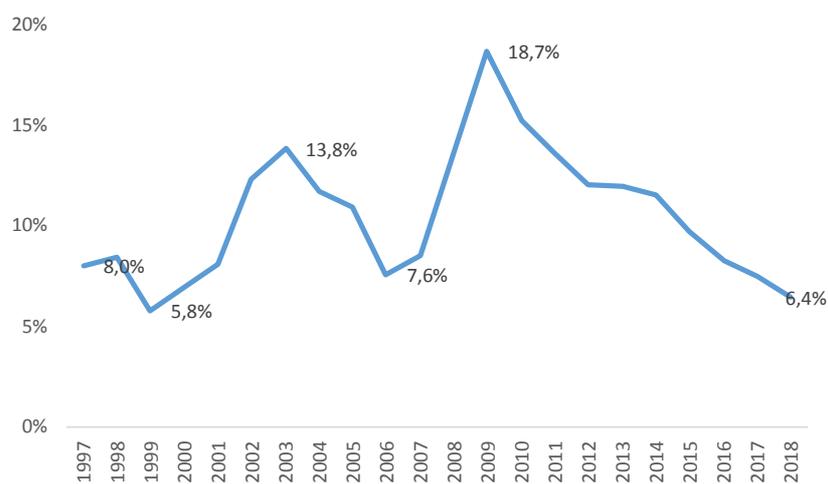
Le déficit budgétaire a excédé de 33,3 Md€ le déficit stabilisant le poids de la dette dans le PIB si bien que la dette de l'État, rapportée au PIB, a progressé de 1,2 point pour atteindre 74,6 points de PIB à la fin de l'année 2018. L'écart au solde stabilisant s'est accru de 9,9 Md€ par rapport à l'année précédente et est resté très supérieur (+ 22,7 Md€) à son niveau d'avant la crise (entre 2000 et 2007).

Graphique n° 10 : Écart entre le déficit budgétaire et le déficit budgétaire stabilisant (Md€)



Source : Cour des comptes

Le recul de la dette à court terme (-13,6 Md€), permis par l'encaissement de primes à l'émission importantes, a conduit à une part basse (6,4 %), nettement inférieure à la moyenne de ces 20 dernières années, de ces titres dans l'encours de dette à la fin de l'année 2018 (graphique 11).

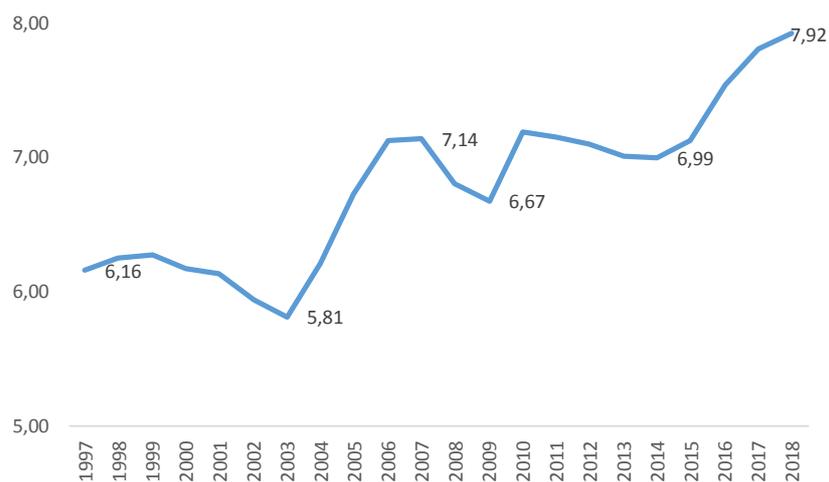
Graphique n° 11 : Part de la dette à court terme (BTF)

Source : Agence France Trésor

Le programme de financement sous-jacent à la LFI pour 2019 prévoit une hausse de la part des BTF dans l'encours de dette en 2019 en raison de leur part attendue (18 %) dans l'endettement de l'année.

Ce repli, conjugué à la maturité moyenne des titres émis en 2018, entraîne une nouvelle hausse de la durée de vie moyenne de la dette de l'État qui a atteint, à la fin de l'année 2018, un sommet (7 ans et 11 mois).

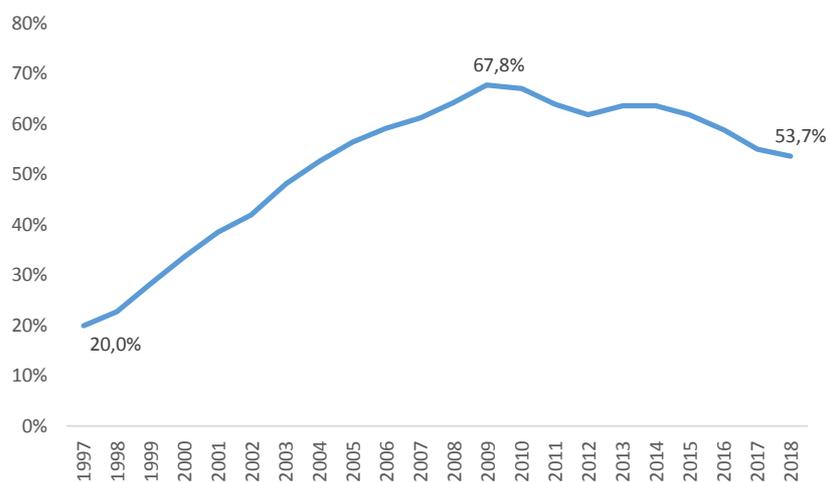
Graphique n° 12 : Durée de vie moyenne de la dette (en années)



Source : Agence France Trésor

La poursuite du programme d'achats de titres souverains, sur le marché secondaire, par la Banque de France dans le cadre de la politique monétaire d'assouplissement quantitatif de la BCE a conduit à une nouvelle baisse de la part de la dette française détenue par les non-résidents qui a atteint 53,7 % au 30 septembre 2018.

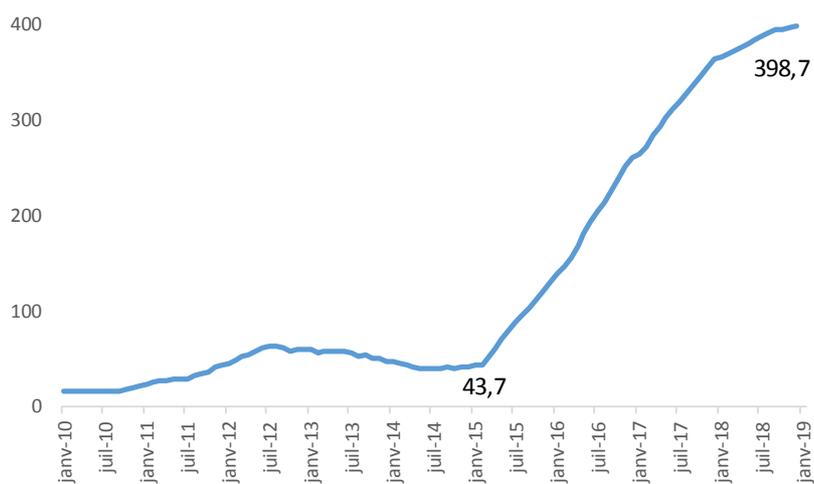
Graphique n° 13 : Part de la dette de l'État détenue par les non-résidents



Source : Agence France Trésor

À la fin de l'année 2018, la Banque de France détenait presque 400 Md€ de la dette des administrations publiques et environ 20 % de la dette de l'État.

Graphique n° 14 : Dette des administrations publiques détenue par la Banque de France (en Md€)



Source : Banque de France

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

Les achats massifs de dette souveraine par la banque centrale a détendu les taux d'intérêt de plusieurs dizaines de points de base selon des études empiriques. Ainsi, selon un document de travail de la Banque de France³, un achat de 10 % de la dette française entraîne une baisse de 13 à 26 points de base de son taux d'intérêt. Selon Peter Praet, chef économiste de la BCE, le programme d'actifs de la BCE aurait permis une baisse de 50 à 100 points de base du taux d'intérêt à 10 ans en zone euro⁴.

Étant donné le volume de dette à moyen et long terme émis chaque année par l'AFT (un peu moins de 200 Md€ par an durant ces dernières années), cette politique monétaire expansionniste occasionne des gains budgétaires très importants pour l'État dont la plupart restent à venir.

1.5 La soutenabilité à court et moyen terme

Les hypothèses de remontée des taux d'intérêt de la LFI pour 2019 (les taux des BTF à trois mois seraient nuls en moyenne annuelle et le taux des OAT à dix ans atteindrait 2,15 % à la fin de l'année 2019) apparaissent comme prudentes⁵. De même, les derniers éléments disponibles⁶ conduisent à anticiper une inflation plus faible que l'hypothèse retenue en loi de finances initiale (en glissement de mai à mai 1,3 % pour la France et 1,7 % en zone euro). L'inscription de la charge d'intérêts pour 2019 apparaît ainsi prudente.

La forte croissance de la dette de l'État depuis la crise de 2008 (+ 91 %) le rend plus vulnérable à une hausse des taux. L'AFT estime qu'une hausse d'un point des taux d'intérêt renchérirait la charge d'intérêts de 2,0 Md€ la première année, 4,7 Md€ la deuxième année et 18,8 Md€ à l'horizon de 10 ans.

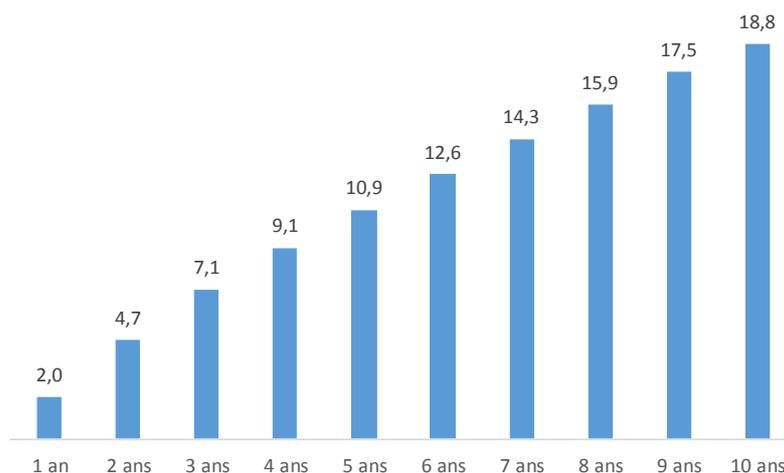
³ Banque de France, Working paper 623, March 2017, *Price impact of bond supply shocks : Evidence from the Eurosystem's asset purchase program*. William Arrata, Benoît Nguyen.

⁴ Challenges to monetary policy normalization, speech by Peter Praet, New York, 20 septembre 2018.

⁵ À la fin février 2019, le taux des BTF 3 mois atteignait -0,51 % et celui des OAT à 10 ans 0,53 %.

⁶ Dans sa note de conjoncture de décembre 2018, l'Insee attend, à la fin du premier semestre 2019, une inflation hors tabac en France de 0,9 % et une inflation en zone euro de 1,5 %.

Graphique n° 15 : Impact d'un choc de taux à la hausse de 1 % sur la charge d'intérêts maastrichtienne⁷ de la dette de l'État (Md€)



Source : PAP du programme 117 – Charge de la dette et trésorerie de l'État - annexé au PLF pour 2019.

1.6 En 2018, l'AFT a publié les premiers rapports évaluant les dépenses financées par les « obligations vertes »

En 2018, l'AFT a poursuivi ses émissions de « l'obligation verte » auxquelles elle avait procédé pour la première fois en 2017. Les deux émissions réalisées en 2018, pour un montant de 5,1 Md€ ont porté le total de la « dette verte » à 14,8 Md€ à la fin de l'année 2018. Cela fait de la France la seconde entité débitrice de « titres verts » après la Banque européenne d'investissement (BEI) dont l'encours a atteint 18,2 Md€ à la fin de l'année 2018⁸.

⁷ La charge d'intérêts maastrichtienne diffère de la charge budgétaire sur la comptabilisation des intérêts versés (les charges sont enregistrées en continu et non au moment de leur décaissement), des primes et décotes qui font l'objet d'un étalement sur la durée de vie du titre quand la comptabilité budgétaire n'enregistre aucune écriture et de la charge d'indexation du capital des titres indexés.

⁸ Source : Bloomberg.

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

Durant cette année, l'AFT a publié ses premiers rapports relatifs à ses émissions de titres verts. Les éléments relatifs à l'allocation et la performance ont fait l'objet d'un rapport unique publié en juin 2018 dans lequel sont présentées les dépenses (budgétaires et fiscales) financées par les 9,7 Md€ d'émissions d'emprunts verts en 2017.

Fort logiquement, il ressort que la majorité de ces dépenses :

- est retracée dans la mission Écologie, développement et mobilités durables (5,2 Md€) ;
- vise à lutter contre le réchauffement climatique, qu'il s'agisse de l'atténuer (55 %) ou de s'adapter à ses effets (25 %).

Par ailleurs, 40 % des dépenses financées par les émissions de « titres verts » sont des dépenses fiscales. En particulier, le crédit d'impôt transition énergétique (CITE) qui porte un tiers des dépenses totales financées a fait l'objet de l'étude sur les impacts environnementaux des dépenses financées par les « obligations vertes » publiée en novembre 2018. Cette évaluation réalisée par le Commissariat général au développement durable (CGDD)⁹ sous la supervision du Conseil d'évaluation¹⁰ de l'OAT verte concluait que ce crédit d'impôt contribue de manière pertinente à l'objectif d'atténuation du changement climatique. Les prochaines évaluations devraient à nouveau être réalisées par des membres du CGDD. Même si la compétence du CGDD sur ses sujets est peu contestable et si le regard du conseil de l'évaluation de l'OAT verte apporte certaines garanties d'impartialité, il serait souhaitable que l'État puisse disposer d'évaluations réalisées par des laboratoires indépendants de l'administration.

⁹ Silvano Domergue et Bruno Vermont (CGDD), *Étude d'impact du crédit d'impôt pour la transition énergétique* – novembre 2018.

¹⁰ Conseil composé de sept experts indépendants et deux observateurs chargé de définir le cahier des charges et la programmation des rapports d'évaluation de l'impact environnemental des dépenses financées par les « obligations vertes » et de rendre un avis sur la qualité et la pertinence des résultats.

2 Les grandes composantes des dépenses et des recettes

2.1 En dépit de la progression de la dette, la charge d'intérêts est stable

L'exécution des dépenses et recettes des opérations relatives à la dette s'établit comme suit :

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

Dépenses	M€	Recettes	M€
Intérêts des OAT hors OAT indexées	35 733	Coupons courus des OAT	1 011
Intérêts des OAT indexées	3 031	Produit des émissions de BTF à taux d'intérêt négatif	723
Charge d'indexation du capital des OAT indexées	3 348		
Frais et commissions	16	Intérêts sur les instruments fi. à terme au titre de la couverture des risques affectant les titres d'État et les dettes reprises par l'État	19
Intérêts sur autres dettes reprises par l'État	99		
Total	42 226		1 753
Solde avant équilibrage	-40 473	Versement du budget général	40 473
Solde après équilibrage	0		

Source : Agence France Trésor

Les dépenses relatives à la charge de la dette ont atteint 42,2 Md€ en 2018. Elles sont constituées des dépenses d'intérêts sur les OAT (38,8 Md€) et de la charge d'indexation du capital des OAT indexées (3,3 Md€). Elles ont été en partie compensées par les recettes de coupons courus des OAT (1,0 Md€) et le produit des émissions de BTF à taux négatif (0,7 Md€) si bien que la charge de la dette nette de ces recettes s'est établie à 40,5 Md€ en 2018. Elle est financée par un versement du programme 117- *Charge de la dette et trésorerie de l'État* budget général.

Cette charge nette d'intérêts n'a que peu varié par rapport à 2017 (-0,2 Md€). Comme durant les trois années précédentes, les économies permises par des taux de coupons plus faibles en raison du refinancement progressif d'une dette plus ancienne par des émissions porteuses de

coupons plus faibles (2,0 Md€) ont plus que compensé la charge supplémentaire provenant de l'accroissement de l'encours de dette (effet volume 0,8 Md€). Ce phénomène explique que, depuis plusieurs années, les charges financières n'augmentent pas en dépit de la progression de l'encours de dette.

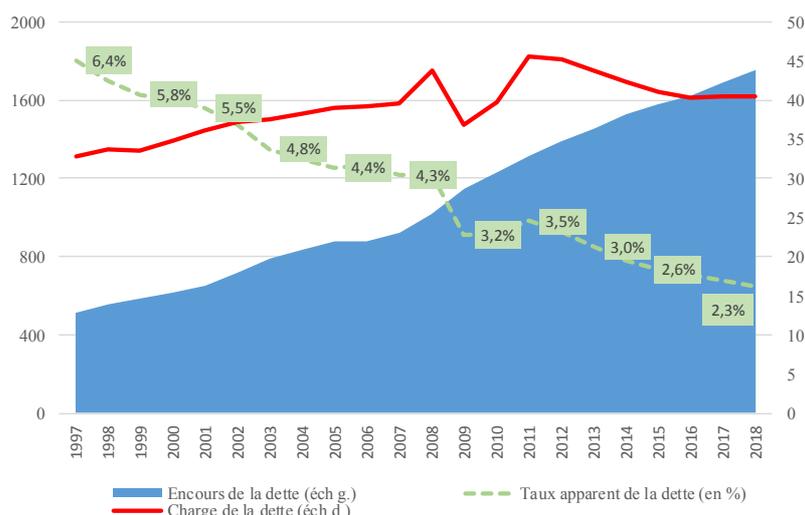
Tableau n° 10 : Décomposition de l'évolution de la charge d'intérêts de la dette négociable (Md€)

	2015	2016	2017	2018
Charge d'intérêts N-1	42,2	41,1	40,3	40,5
<i>Effet volume</i>	1,3	1,2	0,7	0,8
<i>Effet taux</i>	-1,8	-1,4	-2,4	-2,0
<i>Effet inflation</i>	-0,5	-0,5	2,2	1,0
<i>Autre</i>	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1
Charge d'intérêts N	41,1	40,3	40,5	40,4
Variation	-1,1	-0,8	0,2	-0,2

Source : Agence France Trésor

Le taux apparent de la dette, calculé comme le rapport entre sa charge nette et son encours de fin d'année s'est encore replié pour atteindre 2,3 %.

Graphique n° 16 : Encours de dette de l'État, charge d'intérêts et taux apparent associés



Source : Agence France Trésor

La charge nette de la dette (40,5 Md€) a légèrement (+ 0,2 Md€) dépassé l'inscription de la LFI (40,2 Md€) en raison d'une inflation plus élevée que la prévision (de 0,6 % pour la France et 0,4 % en zone euro) qui a entraîné une charge d'indexation supplémentaire de 0,9 Md€. Elle a toutefois été en partie compensée (0,7 Md€) par la stabilité des taux d'intérêt tandis que la LFI prévoyait leur remontée progressive. Ce dépassement attendu a fait l'objet d'une ouverture en loi de finances rectificative qui a revu la prévision de la charge d'intérêts de 0,3 Md€ par rapport à la LFI à 40,6 Md€.

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

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

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

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

Dépenses	M€	Recettes	M€
Gestion de la trésorerie : intérêts des comptes de dépôts des correspondants du Trésor et assimilés	128	Gestion de la trésorerie : rémunération des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées	-
Gestion de la trésorerie : intérêts résultant des opérations effectuées sur le marché interbancaire, avec les États de la zone euro et de pensions livrées	37		
Gestion de la trésorerie : intérêts du compte courant du Trésor à la Banque de France	151	Recettes diverses	-
Rémunération des fonds non consommables versés par l'État	752		
Total	-1 068		0
Solde avant équilibrage	-1 068	Versement du budget général	1 068
Solde après équilibrage	0		

Source : Agence France Trésor

Le solde des opérations de trésorerie, déficitaire depuis 2008, est resté stable en 2018 (-1,0 Md€).

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

Les dotations non consommables du PIA 1 (13,7 Md€ au 31 décembre 2018) sont rémunérées à 3,413 % ; celles du Plan Campus (5,0 Md€) à 4,032 % et du PIA 2 (3,3 Md€) à 2,496 %. Le PIA 3 ne comprend pas de dotation non consommable, des dépenses similaires sont désormais traitées comme des subventions pluri-annuelles intégrées dans le budget général de l'État.

Cependant, n'ayant pas de caractère variable en fonction des conditions de marché, cette rémunération s'apparente davantage à une

dépense budgétaire qu'à une véritable charge de trésorerie. La rémunération des dotations non consommables est ainsi très avantageuse au regard des conditions de marché actuelles (elle s'établit à 3,4 % en moyenne).

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

Si le principe général posé par le décret n° 2012-1246 du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaire et comptable publique (GBCP) est celui de l'absence de rémunération des fonds déposés au Trésor, les déposants obligatoires (collectivités locales et établissements publics), sur autorisation expresse, ou de droit¹¹ et les déposants facultatifs peuvent placer leurs liquidités sur un ou plusieurs comptes à terme (CAT) ou sur un compte de placement rémunéré (CPR). Les modalités de rémunération de ces comptes sont fixées conformément aux dispositions de l'arrêté du 24 janvier 2013.

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

	2017	2018
<i>Fonds de garantie BPI</i>	47,8	42,6
<i>Banques centrales africaines</i>	38,5	54,8
<i>CPR et CAT des déposants obligatoires</i>	0,0	0,0
<i>Compte de dépôt de l'IEOM</i>	39,2	29,8
<i>Autres</i>	0,3	0,3
<i>Total</i>	125,8	127,6

Source : Agence France Trésor

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

¹¹ S'agissant des fonds libres provenant de libéralités ou d'aliénation d'éléments du patrimoine.

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

Les fonds de garantie gérés par la banque publique d'investissement (BPI) déposés au Trésor font l'objet d'une rémunération (42,6 M€ en 2018) selon des modalités prévues par une convention bilatérale signée en 2012.

Les actifs sont principalement placés sur des comptes à terme de maturité comprise entre cinq ans et quinze ans dont la rémunération est celle du taux de marché prévalant au moment de l'ouverture du compte. La rémunération de ces comptes se situe entre 0,04 % (compte de maturité cinq ans à échéance novembre 2020) et 2,78 % (compte de maturité 15 ans à échéance 2027). Deux comptes à vue ont également été ouverts, ils sont rémunérés en fonction du taux des BTf avec un plancher à 0 % qui s'est appliqué en 2017.

L'encours de ces fonds de garantie atteignant 5,1 Md€ en 2017, leur taux de rémunération moyen s'est établi à 0,84 %.

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

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

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

La forte hausse (+ 35,2 %) de la rémunération de ces dépôts en 2018 (54,8 M€ après 38,5 M€ en 2017) s'explique par la progression de leur encours (12,3 Md€ à la fin de l'année 2018 contre 9,1 Md€ un an plus tôt).

Enfin, le repli de la rémunération des dépôts de l'IEOM¹² (29,8 M€ après 39,2 M€ en 2017) s'explique pour un peu plus d'un tiers par la baisse de l'encours des dépôts et pour presque les deux tiers par la révision des conditions de rémunération. Si le taux d'intérêt était fixé à 3,25 % en 2017, il ne valait plus en 2018 que 3,0 % jusqu'à la partie du solde inférieure à 800 M€ et 0 % au-delà¹³.

Cette rémunération contrevient au principe général d'absence de rémunération des fonds déposés par les correspondants du Trésor. De surcroît, elle apparaît particulièrement élevée par rapport aux conditions de marché (en février 2019, le taux de l'OAT à 50 ans atteignait 1,82 %). La forte rémunération dont bénéficient les dépôts de l'IEOM, qui sont des dépôts à vue, ne se justifie pas. Il convient, par conséquent, de poursuivre les ajustements à la baisse du taux de rémunération déjà réalisés.

Dès lors que, selon les conditions de marché, elle devrait être nulle, la rémunération des dotations des PIA, des dépôts des banques centrales africaines, des fonds de garantie de la BPI et de l'IEOM s'apparente à des dotations versées aux déposants. Cela conduit à comptabiliser en dépenses d'intérêts (titre 4) ce qui devrait être considéré comme des dépenses de fonctionnement (titre 3) ou d'intervention (titre 6).

De surcroît, cela conduit à une forme de débudgétisation dans la mesure où les dépenses du compte de commerce de la dette étaient placées, en 2018, hors du périmètre de la norme pilotable introduite en LFI pour 2018¹⁴. En considérant que toutes ces rémunérations devraient être nulles étant donné les taux de marché, les masses financières sorties, par le biais du versement d'intérêts, de la norme des dépenses pilotables, ont atteint 880 M€ en 2018 (752 M€ dans le cadre des dotations non consommables des PIA et 128 M€ de rémunération des autres déposants).

Dans le contexte de taux d'intérêt à court terme négatifs, l'État supporte une charge pour placer sa trésorerie excédentaire qui a atteint 188,6 M€ en 2018 soit un montant un peu supérieur à celle de 2017 (168,9 M€).

¹² L'IEOM est un établissement public qui assure le rôle de banque centrale dans les collectivités ayant pour monnaie le franc Pacifique : la Nouvelle-Calédonie, la Polynésie française et Wallis et Futuna.

¹³ L'arrêté du 22 décembre 2017 qui fixe cette rémunération prévoit qu'au-delà de 800 M€ d'encours le compte soit crédité du taux EONIA – 0,15 % s'il est positif ou d'un taux nul dans le cas contraire. Étant donné l'environnement de marché, le plancher s'est appliqué en 2018.

¹⁴ Le transfert du budget général équilibrant la première section du compte de commerce est toutefois inclus dans l'objectif, plus large, de dépenses totales de l'État (ODETE).

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

<i>en M€</i>	2016	2017	2018
<i>Pensions livrées</i>	-3,9	0,0	0,0
<i>Prêts interbancaires</i>	-27,7	-24,9	-35,2
<i>Compte courant à la Banque de France</i>	-100,4	-145,2	-151,4
<i>Billets de trésorerie ACOSS</i>	-3,8	-0,9	-2,0
<i>Divers</i>	-0,8	2,1	0,0
Total	-136,6	-168,9	-188,6

Source : Agence France Trésor

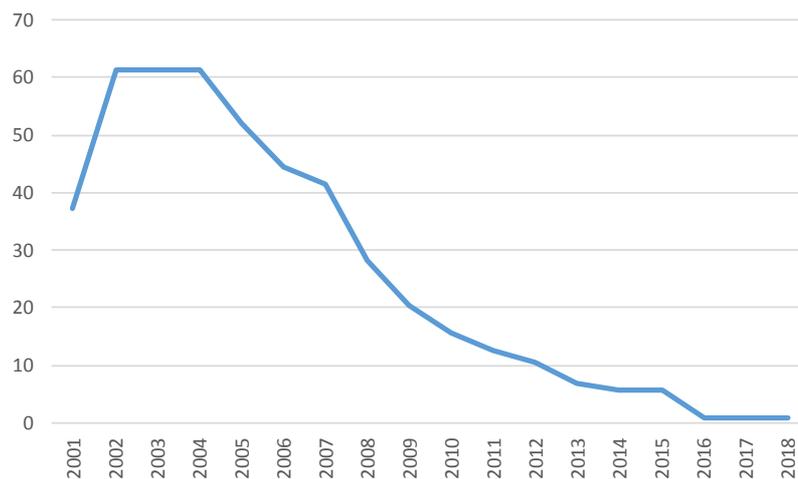
À nouveau en 2018, l'AFT a préféré très majoritairement maintenir la trésorerie de l'État excédentaire sur le compte du Trésor à la Banque de France, la rémunération associée (taux EONIA jusqu'à 614 M€ et - 0,40 %¹⁵ au-delà) étant moins défavorable que celle proposée sur les prêts interbancaires. Étant donné l'encours moyen du compte (38,3 Md€), l'État a versé 151,4 M€ d'intérêts à la Banque de France.

Les versements d'intérêts sur des prêts consentis aux autres banques ont été plus faibles (35,2 M€) que ceux versés à la Banque de France en raison de leur encours moyen plus limité (9,1 Md€). Le taux apparent de ces prêts (- 0,38 %) a été très proche de celui résultant du placement de la trésorerie auprès de la Banque de France (- 0,4 %).

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 2018 inchangé par rapport à 2017. Il arrivera à échéance en 2021.

¹⁵ Ce taux est celui de la facilité de dépôt, un des trois taux directeurs de la BCE.

Graphique n° 17 : Encours de contrats d'échange (swaps) en Md€

Source : Agence France Trésor

Les opérations de *swaps* ont permis l'encaissement d'une recette nette de 25 M€ retracée dans la seconde section du compte de commerce.

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

Source : Agence France Trésor

3 La conformité aux principes et règles du droit budgétaire

L'alinéa 9 de l'article 34 de la LOLF prévoit que la LFI de l'année « fixe le plafond de la variation nette, appréciée en fin d'année, de la dette négociable de l'État d'une durée supérieure à un an ». Pour l'année 2018, le plafond de 79,1 Md€ fixé par la LFI et inchangé en LFR a été dépassé si l'on considère la variation de la dette incluant l'indexation du capital des titres indexés (+ 83,9 Md€) mais respecté (79,1 Md€) s'agissant de la variation de la dette en valeur nominale.

En l'absence de précision dans la LOLF sur l'agrégat auquel s'applique ce plafond, la Cour avait souhaité, dans sa note sur l'exécution budgétaire pour 2017 de ce compte que la LFI apporte cette précision chaque année. Elle prend note que la LFI pour 2019 précise que le plafond voté s'applique à la variation de la dette en valeur nominale et exclut donc les suppléments d'indexation.

Par ailleurs, si le compte de commerce est équilibré par des versements décadaires du programme 117 *Charge de la dette et trésorerie de l'État* de la mission Engagements financiers de l'État, la LFI pour 2018 a voté une autorisation de découvert évaluative de 17,5 Md€ pour la section 1 du compte et limitative de 1,7 Md€ pour la section 2. Selon l'AFT, ces autorisations de découvert ont été respectées aussi bien pour la section 1 (découvert maximal de 14 Md€) que pour la section 2 (découvert maximal de 3 M€).

La régularité de l'exécution budgétaire 2018 n'appelle pas de remarque particulière.

4 Les recommandations de la Cour

4.1 Le suivi des recommandations formulées au titre de 2017

La Cour a formulé deux recommandations au titre de la gestion 2017 :

- *recommandation n°1* : aligner les conditions de rémunération des dépôts de l'IEOM sur les conditions de marché ;
- *recommandation n°2* : dans la ligne « déficit à financer » du tableau de financement faire apparaître la seule part du déficit budgétaire qui doit être financée et fournir les éléments d'explication appropriés.

Si le taux de rémunération des dépôts de l'IEOM reste éloigné des conditions de marché, la baisse du taux servi, décidée pour 2018 et 2019, permet de considérer que la recommandation formulée au titre de l'exercice 2017 a été partiellement mise en œuvre.

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

4.2 Récapitulatif des recommandations formulées au titre de la gestion 2018

La Cour reformule ces deux recommandations au titre de la gestion 2018 :

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

Annexe n° 1 : Suivi des recommandations formulées au titre de l'exécution budgétaire 2017

N° 2017	Recommandation formulée au sein de la note d'exécution budgétaire 2017	Réponse de l'administration	Appréciation par la Cour du degré de mise en œuvre*
1	Aligner les conditions de rémunération des dépôts de l'IEOM sur les conditions de marché ;	L'Agence France Trésor note que le taux de rémunération des dépôts de l'IEOM a été abaissé plusieurs fois depuis 2015 et qu'il continuera à être régulièrement revu. Toutefois, elle souligne que ces dépôts constituent une ressource longue pour l'État ce qui justifie une rémunération plus élevée que celle d'un compte à vue classique.	Partiellement mise en œuvre
2	Dans la ligne « déficit à financer » du tableau de financement faire apparaître la seule part du déficit budgétaire qui doit être financée et fournir les éléments d'explication appropriés.	La direction du budget et l'Agence France Trésor sont opposées à cette modification. Elles font valoir qu'elle nuirait à la lisibilité de l'article d'équilibre en rompant le lien entre les soldes figurant dans les tableaux d'équilibre et de financement.	Refus

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