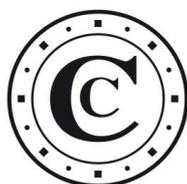


Cour des comptes



FINANCES ET COMPTES PUBLICS

ANALYSE DE L'EXÉCUTION BUDGÉTAIRE 2023

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

Avril 2024

Sommaire

SYNTHÈSE	5
RECOMMANDATION UNIQUE	9
INTRODUCTION.....	11
CHAPITRE I DES VOLUMES D'ÉMISSION TOUJOURS CROISSANTS DANS UN CONTEXTE DE REMONTÉE DES TAUX.....	13
II - DANS CE CONTEXTE, UN BESOIN DE FINANCEMENT QUI ATTEINT SON POINT HAUT HISTORIQUE.....	17
III - DES ÉMISSIONS TOUJOURS SOUTENUES EN 2023, UN ENCOURS DE DETTE QUI CONTINUE D'AUGMENTER	21
A - La hausse continue du volume d'émission.....	21
B - Un encours de dette en constante augmentation	21
C - Des caractéristiques d'émission en lien avec la hausse des taux.....	23
IV - DES TITRES SPÉCIFIQUES QUI POURRAIENT ÊTRE MIEUX ANALYSÉS	26
A - Les titres indexés sur l'inflation, un coût budgétaire qui pousse à une meilleure quantification des apports non financiers	26
B - La difficile quantification de l'apport des OAT vertes	30
CHAPITRE II UNE CHARGE DE LA DETTE QUI CONTINUE D'AUGMENTER.....	35
CHAPITRE III LA CONFORMITÉ AUX PRINCIPES ET RÈGLES DU DROIT BUDGÉTAIRE	45
ANNEXES	47

Synthèse

Conformément aux dispositions du II de l'article 22 de la loi organique relative aux lois de finances (Lolf), le compte de commerce 903 – *Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État* retrace les opérations budgétaires liées à la couverture du besoin de financement de l'État, à ses opérations de gestion active de la dette et au pilotage de sa situation de trésorerie.

Avec un besoin de financement et une charge de la dette qui ont tous deux atteint leurs pics historiques en 2023 à respectivement 314,6 Md€ et 53,9 Md€, la situation financière de l'État est préoccupante.

Un besoin de financement et une dette de l'État qui n'arrêtent pas de croître

Évalué à 304,9 Md€ en loi de finances initiale pour 2023, le besoin de financement de l'État a finalement atteint 314,6 Md€ en exécution. Il est principalement constitué du remboursement du capital des obligations arrivant à échéance (149,6 Md€) et du déficit à financer (173,3 Md€). L'écart avec la prévision figurant en LFI correspond à celui du déficit à financer, supérieur de 8,4 Md€ au niveau attendu. Le besoin de financement de 2023 est ainsi plus de 5 Md€ supérieur à celui de 2020, année de la crise sanitaire (309,5 Md€), et de près de 100 Md€ plus élevé que celui de 2019 (220,5 Md€).

En plus d'émissions de moyen et long termes en hausse, une utilisation accrue des titres de court terme et des disponibilités du compte du Trésor

Principales ressources permettant de répondre au besoin de financement de l'État, les émissions de titres de dette à moyen et long termes, nettes des rachats, ont augmenté de 10 Md€, à 270 Md€ sur l'exercice. Ce volume était de 200 Md€ en 2019 et de 260 Md€ par an depuis le début de la crise sanitaire. Il n'a donc pas baissé alors qu'en parallèle, les taux d'emprunts augmentent et que la politique monétaire menée par la Banque Centrale Européenne (BCE) se normalise.

En complément de ces émissions de moyen et long termes, l'Agence France Trésor, responsable de la gestion de la dette, a utilisé d'autres leviers. Le premier est le recours notable, à hauteur de 47,6 Md€, aux disponibilités du compte du Trésor tenu par la Banque de France, se traduisant par une dégradation d'autant du solde de l'État sur ce compte. Le second est l'augmentation de 20,8 Md€ de l'encours de titres de court terme, généralement utilisés dans le cadre de la gestion infra-annuelle entre deux dates d'émissions de titre à moyen et long termes. Cette pratique, utilisée en 2020 pour faire face aux exigences de la crise sanitaire, a été de nouveau largement reprise cette année, hors de toute urgence cependant. Les émissions annuelles de titres de court terme sont ainsi passées de 312 Md€ en 2022 à 345 Md€ en 2023, avec un impact accru sur la charge de la dette du fait de la hausse des taux courts observée en 2023.

Enfin, les ressources levées sur les marchés et en mobilisant la trésorerie ont été amoindries par l'enregistrement de 21,2 Md€ de décotes à l'émission. Ces décotes trouvent leur origine dans le réabondement de souches anciennes ayant des taux de coupons inférieurs aux taux de marché qui donnent lieu au cours de la vie du titre, au paiement par l'AFT d'un coupon moins élevé que si l'agence avait émis une nouvelle ligne au taux de marché, avec en compensation une décote sur la valeur faciale de la souche (ou une prime, comme cela a été le cas jusqu'à l'année 2021 en situation inverse de taux de coupons plus élevés que les taux de marché). Cette pratique de l'AFT, si elle vise à assurer un volume et une liquidité suffisants pour chaque ligne de titres, occasionne toutefois un niveau important de moindres ressources en 2023.

Finalement, tenant compte des arrivées à maturité de certains titres, l'encours de dette total augmente encore en 2023, à 2 430 Md€, contre 2 278 Md€ à fin 2022 et 1 823 Md€ fin 2019, soit une augmentation de plus d'un tiers en quatre ans.

Un pilotage des titres indexés sur l'inflation et des OAT vertes à préciser

Les titres indexés sur l'inflation française (OAT i) ou européenne (OAT €i) représentent environ 9 % des émissions annuelles et entre 11 et 12% de l'encours total de la dette de moyen et long termes de l'État. À fin 2023, ces titres représentent un coût budgétaire de près de 10 Md€ en cumulé depuis le début des années 2000 par rapport au coût des OAT classiques. Si l'utilité des titres indexés est indéniable du point de vue des investisseurs qui cherchent à se couvrir contre l'évolution de l'inflation – notamment les banques portant du livret A à leur bilan - elle n'est à ce jour pas suffisamment étayée en ce qui concerne leur apport réel au financement de l'État. L'effet de diversification apporté par ces titres en termes de nouvelle demande par rapport aux OAT classiques n'est par exemple que peu documenté.

Il en est de même pour les OAT vertes. Si leur impact financier est plus favorable, en raison de l'existence d'une prime de l'ordre de 0,02 % par rapport au taux d'une OAT classique de maturité comparable, leur apport en termes de diversification et de nouvelle demande pourrait être davantage objectivé.

L'impact financier à long terme de ces titres n'est pas mesuré. Pour évaluer leur utilité réelle, il convient de prendre en compte l'ensemble de leurs avantages et inconvénients, y compris le fait qu'ils puissent susciter une demande supplémentaire par rapport aux titres classiques. Or, ce dernier point n'est pas suffisamment étayé par l'Agence France Trésor, qu'il s'agisse des titres indexés ou des OAT vertes. La gestion du compte de commerce et la hausse de la charge de la dette payée par l'État impliquent de la part de l'Agence France Trésor la mise en œuvre d'une stratégie équilibrée entre répondre aux demandes de marché et veiller à l'efficacité du financement par l'emprunt à travers ses différents paramètres (taux, décotes, indexation).

Une charge de la dette croissante, dont l'augmentation est liée à la hausse des taux

L'inflation française est restée relativement élevée en 2023 mais a légèrement baissé en cours d'année. Elle était de 7,3 % en février 2023 et de 3,4 % en fin d'exercice. Suivant les augmentations de taux décidées par la BCE de mi 2022 à mi-2023, les taux d'emprunts français se sont ajustés. Ancrés à ces décisions de politique monétaire, les taux de court terme ont beaucoup augmenté, le taux à trois mois passant de 1,7 % fin 2022 à 3,7 % fin 2023. En

revanche, les taux longs ont évolué différemment : le taux à 10 ans français, qui était de 2,62 % en décembre 2022, a ainsi augmenté jusqu'à 3,45 % en octobre 2023, avant de redescendre à 2,6 % en fin d'année.

La charge de la dette de l'État atteint finalement 53,9 Md€ en 2023. Elle est pour 41,5 Md€ constituée d'intérêts et pour 15,8 Md€ de la provision pour charge d'indexation des titres indexés, desquels on peut déduire près de 3 Md€ de recettes de trésorerie.

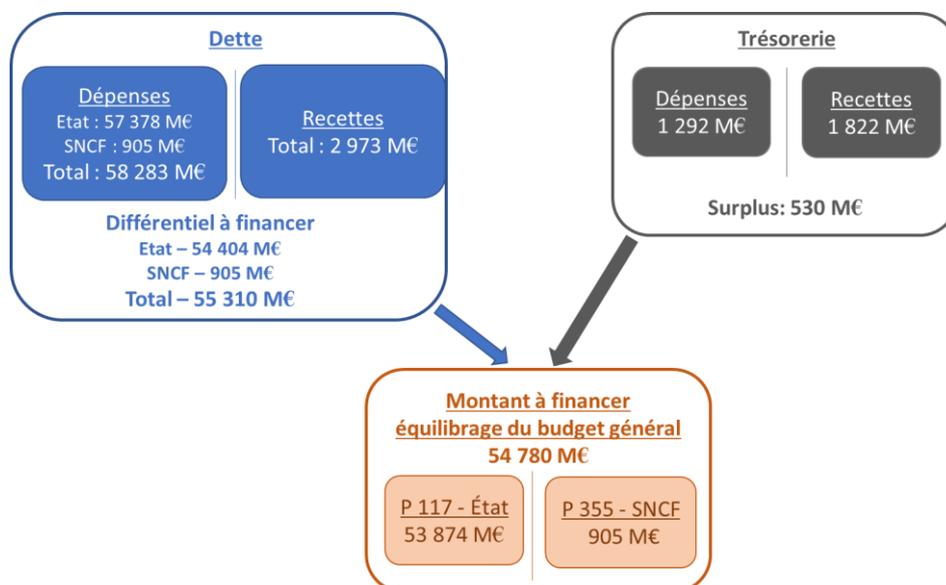
Les dépenses liées à la dette ont ainsi augmenté de près de 4,9 Md€ sur l'exercice après une hausse de plus de 13 Md€ entre 2021 et 2022.

Ces deux mouvements ne sont toutefois pas imputables à la même cause. En 2022, en effet, c'est l'inflation qui en expliquait la quasi-totalité par la voie de la provision relative à la charge d'indexation des titres indexés. En 2023, cette provision est restée stable (quoi qu'élevée, à 15,8 Md€), la hausse de la charge de la dette étant cette fois principalement attribuable à l'augmentation des taux d'intérêts payés pour les titres de court terme (+4,6 Md€).

En parallèle de l'augmentation de la charge de la dette, la hausse des taux a aussi permis à l'AFT de mener des opérations de trésorerie (correspondant à des prêts avec ou sans garantie) qui ont dégagé un surplus de 530 M€.

In fine, le compte de commerce 903 aura nécessité en 2023 une alimentation de près de 54,8 Md€ du budget général, récapitulée dans le schéma suivant.

Graphique n° 1 : économie du compte de commerce 903, exercice 2023



Source : AFT, Cour des comptes

Recommandation unique

1. (Recommandation nouvelle) Approfondir l'analyse des titres indexés et des OAT vertes en précisant dans quelle mesure ces titres permettent d'apporter une demande supplémentaire par rapport aux OAT classiques (*Direction générale du Trésor, Agence France Trésor*)

Introduction

Conformément aux dispositions du II de l'article 22 de la loi organique relative aux lois de finances (Lolf), le compte de commerce 903 – *Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État* retrace les opérations budgétaires liées à ces deux gestions.

Le compte 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 (swaps). La séparation en deux sections permet que soit inscrite au budget général la charge de la dette et de la trésorerie avant opérations de gestion active (swaps).

La première section du compte est équilibrée par des versements en provenance du budget général (programmes 117- *Charge de la dette et trésorerie de l'État* et 355 - *Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État*), qui constituent ses principales recettes. Conformément à l'article 113 de la loi de finances rectificative pour 2004 du 30 décembre 2004, cette section 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 2023, 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.

La deuxième section enregistre les opérations de gestion active de la dette par des instruments financiers à terme (swaps) et notamment le programme mis en place par l'AFT entre septembre 2001 et juillet 2002 visant à réduire la durée de vie de la dette¹. Cette stratégie avait ensuite été suspendue, les conditions de marché ne justifiant plus son activation. Si l'encours de ces produits avait ensuite progressivement baissé pour devenir nul à partir de fin 2021, la section est toutefois maintenue pour permettre certains règlements résiduels mineurs² et pour être utilisable en cas de réactivation du programme.

En dépenses du compte de commerce figurent les intérêts des emprunts d'État (bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté -BTF- d'une maturité inférieure ou égale à un an, et OAT, à taux fixe ou indexé, pour le financement à moyen et long termes) ainsi que la charge d'indexation des OAT indexées sur l'inflation française ou européenne.

La charge de la dette comprend également les frais et commissions directement liés à la gestion de la dette négociable et les intérêts des dettes reprises par l'État, comme celle de SNCF Réseau, ainsi que les charges relatives aux opérations de couverture qui leur sont rattachées.

La LFI pour 2023 avait ouvert 50,82 Md€ de crédits sur le programme 117 destiné à abonder en recette le compte de commerce 903 au titre de la dette de l'État, ce montant ayant

¹ Dans une situation dans laquelle les taux courts sont plus faibles que les taux longs, réduire la maturité moyenne de la dette doit permettre de diminuer sur longue période, la charge d'intérêt, toutes choses égales par ailleurs.

² Comme des règlements d'appels de marge.

été complété en loi de fin de gestion à hauteur de 3,83 Md€, soit un total de crédits ouverts de 54,65 Md€. La charge de la dette de moyen et long termes de l'État se sera finalement élevée, en exécution à 53,87 Md€ (54,40 Md€ sur la dette de moyen et long termes sur lequel s'applique un surplus des opérations de trésorerie de 530 M€).

Chapitre I

Des volumes d'émission toujours croissants dans un contexte de remontée des taux

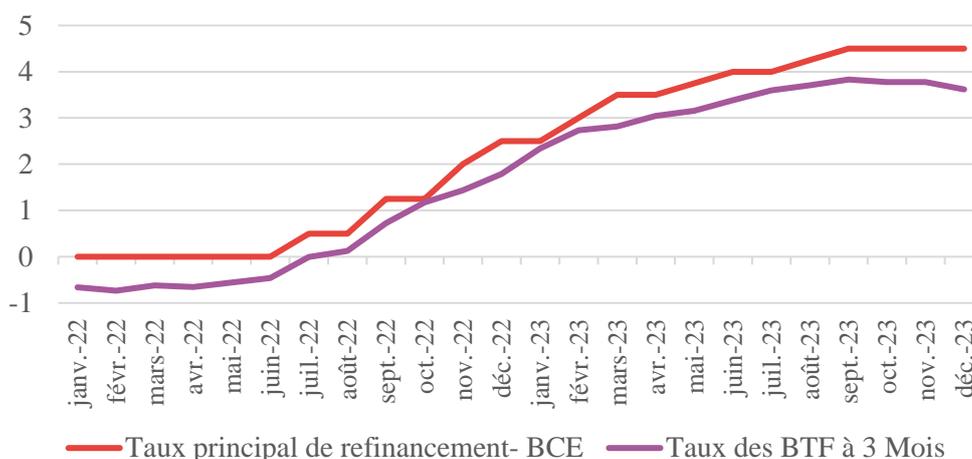
En 2022, la hausse marquée de l'inflation a entraîné celle des taux d'emprunts à long termes des États de la zone euro, dont la France. La politique monétaire a commencé à s'ajuster à partir de l'été 2022. Si le mouvement de hausse des taux longs s'est tassé en 2023, les taux d'emprunts à court terme ont continué de suivre les hausses de taux de la Banque Centrale Européenne (BCE).

I - Une moindre hausse des prix par rapport à 2022

L'indice d'inflation de la zone euro (IPCH) a commencé à remonter de façon assez nette dès le dernier trimestre 2021 (passant de 3,4 % sur un an en septembre 2021 à 5,0 % en décembre 2021). Cette hausse s'est poursuivie en 2022, sous les effets de la guerre en Ukraine, puisque l'inflation en zone euro avait atteint 10,6 % en octobre 2022. À 8,6 % en janvier 2023, le niveau de l'inflation a ensuite nettement baissé jusqu'à 2,9 % en décembre 2023. En France, l'inflation était montée moins haut, avec un léger décalage temporel par rapport à la zone euro, mais elle a moins baissé ensuite (pic à 7,3 % en février 2023, 3,4 % en décembre 2023).

Dans ce contexte, la Banque Centrale Européenne (BCE) a mis plusieurs mois à ajuster ses taux directeurs, ce qu'elle a fait tout au long du deuxième semestre 2022 et du premier semestre 2023. Depuis l'automne 2023, les communications de la BCE vont dans le sens d'une stabilisation des taux de politique monétaire. Les taux d'emprunt des titres à court terme (BTF-bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté) se sont ajustés au rythme auquel la banque centrale a relevé ses taux directeurs.

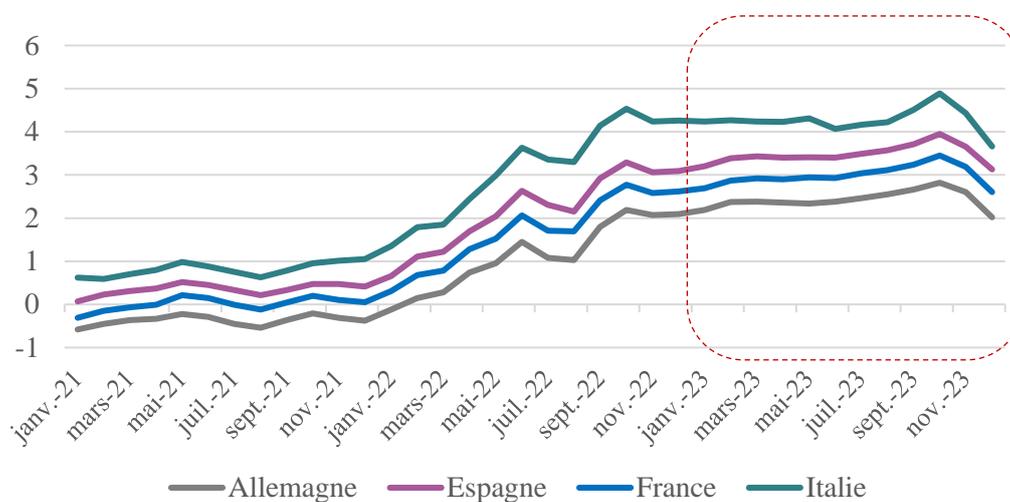
Graphique n° 2 : taux principal de refinancement BCE et taux court terme de l'État



Source : BCE, Banque de France

Après leur forte hausse de 2022, les taux d'emprunt des États de la zone euro sont donc restés plus stables en 2023. Ils ont toutefois dans l'ensemble augmenté en cours d'année, suivant l'évolution de l'inflation, pour redescendre au deuxième semestre et se stabiliser en fin d'exercice à un niveau proche de celui observé en décembre 2022. Le taux à 10 ans français, qui était de 2,62 % en décembre 2022, a ainsi augmenté jusqu'à 3,45 % en octobre 2023, avant de redescendre autour de 2,56 % en fin d'année.

En parallèle, le différentiel de taux entre la France et l'Allemagne (« *spread* »), qui mesure la différence de perception entre les deux économies et a tendance historiquement à s'élargir en période de crise, est resté relativement contenu. Ayant été en moyenne de 38 points de base en 2021, il est de 56 points de base en moyenne en 2023, soit le même niveau qu'en 2022. S'il est encore loin du niveau atteint lors de la crise de la dette souveraine en zone euro en 2011 et 2012, il s'inscrit néanmoins près de 20 points de base au-dessus de son niveau moyen atteint entre 2015 et 2020.

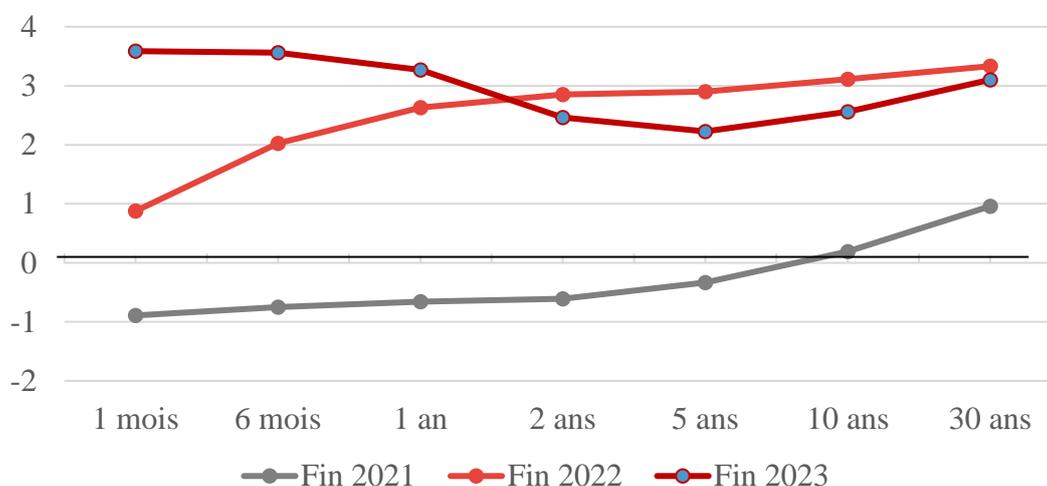
Graphique n° 3 : évolution des taux d'emprunt des états à 10 ans

Source : Cour des comptes

Alors que l'ensemble des taux des différentes maturités constituant la courbe des taux français avait augmenté en 2022 (hausse du gris au bleu sur le graphique), le mouvement diffère en 2023. Les taux de politique monétaire servent de base aux taux d'emprunts d'État à court terme. Le niveau de ces derniers contribue à définir le niveau des taux d'emprunt à long terme mais il n'en n'est pas le seul déterminant.

En principe, la courbe des taux d'un émetteur est croissante, le niveau des taux augmentant avec la maturité des titres. En effet, plus l'échéance des obligations est lointaine, plus les risques supportés par les investisseurs sont importants. Ces derniers exigent donc un rendement plus élevé.

Or, en 2023, la courbe des taux français s'est « inversée », c'est-à-dire que les taux courts sont devenus plus élevés que les taux des titres de moyen et long termes. Ainsi, en fin d'exercice, le taux d'emprunt français à 6 mois atteignait 3,56 % alors que le taux à 5 ans se situait à 2,23 %, le taux à 10 ans à 2,56 % et le taux à 30 ans à 3,10 %. Cette situation n'est pas spécifique à la France en zone euro, les courbes souveraines allemande ou néerlandaise étant aussi inversées.

Graphique n° 4 : courbe des taux française à fin 2023

Source : Cour des comptes

L'inversion de la courbe des taux et l'anticipation d'une récession

Historiquement, les périodes de récession en zone euro ont souvent été précédées d'une inversion de la courbe souveraine. Le pouvoir prédictif de la pente de la courbe des taux en matière de ralentissement économique sur les horizons à court terme est effet bien documenté, pour de nombreuses zones économiques, qu'elles soient développées ou émergentes³.

Ce lien entre l'inversion de la courbe des taux et le déclenchement possible d'une récession peut s'expliquer par le fait que les investisseurs recherchent des placements à plus long terme lorsqu'ils anticipent un ralentissement économique à court ou moyen terme. Ce phénomène exerce une pression à la hausse sur le prix des obligations de long terme, dont la maturité se situe après la période de récession envisagée, ce qui se traduit mécaniquement par une diminution de leur taux de rendement.

Dans le contexte actuel, plusieurs éléments viennent toutefois limiter la capacité prédictive de ce mouvement d'inversion.

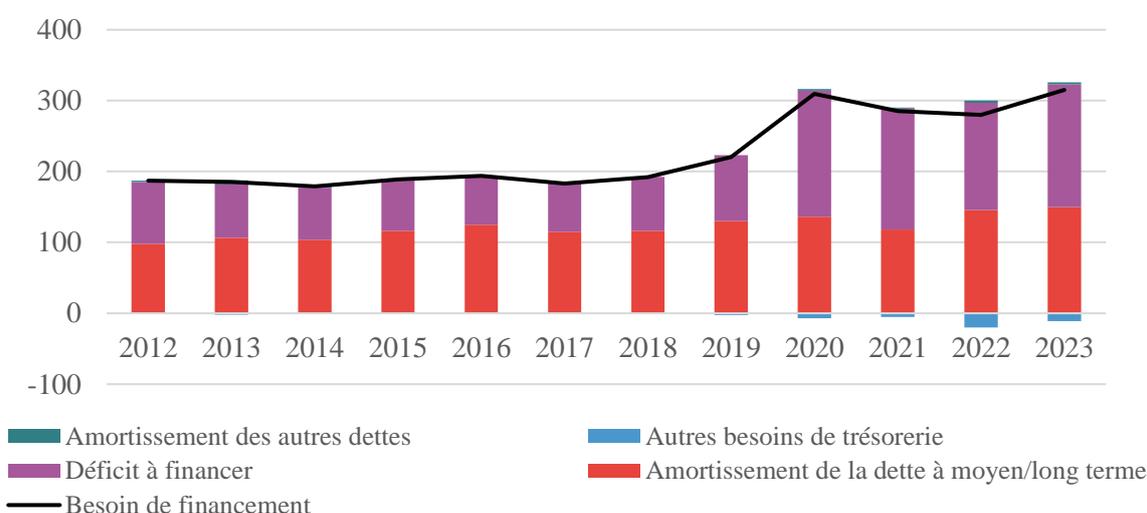
D'abord, en intégrant certains paramètres de risque systémique et les prix du pétrole au modèle utilisé pour établir une éventuelle corrélation prédictive entre inversion de la courbe et récession, il apparaît que la probabilité de récession résultant de la situation actuelle diminue. De plus, d'après la BCE, la détention d'actifs par les banques centrales « tend à réduire la pente de la courbe des taux, ce qui peut entraîner des signaux faussés s'agissant des risques de récession ». Or, les achats d'actifs réalisés par la Banque Centrale Européenne ont été massifs depuis 2014 et renforcés lors de la crise du covid par le *Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)*. Même s'ils sont en cours d'extinction, ces instruments de politique non conventionnelle limitent la portée du rapprochement de la situation actuelle avec l'historique.

³ D.Sabes, JG. Sahuc, *Do yield curve inversions predict recessions in the euro area?*, Finance Research Letters, vol. 52, 2023 et Bulletin économique de la BCE, n° 7, 2023.

II - Dans ce contexte, un besoin de financement qui atteint son point haut historique

En 2023, le besoin de financement de l'État s'est élevé à 314,6 Md€, en hausse de 35,1 Md€ par rapport à 2022 et de près de 100 Md€ par rapport au niveau d'avant-crise sanitaire (il était de 220,5 Md€ en 2019). La hausse résultant de la crise sanitaire et du « quoi qu'il en coûte » n'est donc pas résorbée et s'accroît encore en 2023.

Graphique n° 5 : besoin de financement de l'État, Md€



Source : Cour des comptes

Le besoin de financement de 2023, à 314,6 Md€, est supérieur de 9,7 Md€ à la prévision de la LFI (304,9 Md€). Cette révision en cours d'exercice s'explique principalement par l'augmentation du déficit à financer (+8,4 Md€)⁴ et, dans une moindre mesure, par une hausse des autres besoins de trésorerie (+1,7 Md€), due notamment aux décaissements PIA plus élevés qu'anticipé.

⁴ En loi de finances de fin de gestion, le déficit avait été révisé à la hausse, à 171,2 Md€.

Un scénario initial de taux et d'inflation relativement proche de l'évolution effective des conditions de marché

Dans le PLF 2023, le scénario pour la fin 2022 et pour 2023 retenait l'hypothèse d'une remontée des taux longs. Le taux à 10 ans était alors attendu à 2,6 % fin 2023, soit quasiment le niveau observé.

S'agissant des titres courts, il était fait l'hypothèse que les taux directeurs continueraient d'être relevés, et que les taux des titres courts à trois mois atteindraient +2,1 % fin 2023. Le mouvement d'augmentation des taux sur le court terme aura finalement été supérieur aux anticipations, puisque le taux à trois mois dépassait 3,5 % fin 2023.

Enfin, l'estimation pour 2023 de la provision pour charge d'indexation du capital des titres indexés s'appuyait sur une prévision d'inflation de +4,3 % en moyenne annuelle pour la France et +4,6 % pour la zone euro. En pratique les références d'inflation utilisées pour le calcul de cette provision reposent essentiellement sur l'évolution des prix entre mai 2022 et mai 2023, référence d'inflation à la date anniversaire de détachement de coupons. Ces références d'inflation étaient anticipées à +4,6 % pour la France et 5,1 % pour la zone euro.

Finalement, en mai, l'inflation européenne s'établit à 6,1 % et l'inflation française à 6 %. En fin d'exercice, ces chiffres sont de 2,9 % en zone euro et 4,1 % en France.

En exécution sur 2023, le déficit à financer représente 55 % du besoin de financement, soit un niveau proche de celui de 2022. La part désormais prépondérante du déficit dans le besoin de financement, par rapport à l'amortissement des titres venus à échéance, est une tendance observable depuis le début de la crise sanitaire.

Les « autres besoins de trésorerie » correspondent au retraitement des dépenses budgétaires non décaissées, donc sans impact en trésorerie et qui ne correspondent donc pas à un besoin de financement sur l'exercice, c'est-à-dire à la provision pour charge des OAT indexées (cf. infra) : elle est comprise dans le déficit budgétaire mais ne sera décaissée qu'avec le remboursement en principal de chaque titre indexé sur l'inflation. Ces « autres besoins de trésorerie » viennent diminuer le besoin de financement de 11,3 Md€ en exécution 2023, mais de façon moins élevée que ce qui avait été anticipé en LFI (-12,6 Md€).

Tableau n° 1 : tableau de financement, prévision et exécution, Md€

<i>Besoin de financement</i>	2019	2020	2021	2022	LFI 2023	Exec 2023	LFI 2024
<i>Amortissement de la dette à moyen et long terme</i>	130,2	136,1	118,3	145,7	149,5	149,6	155,3
<i>Dont remboursement du nominal à valeur faciale</i>	128,9	130,5	117,5	140,8	144,5	144,5	151,1
<i>Dont remboursement d'indexation versé à échéance sur les titres indexés</i>	1,3	5,6	0,8	5	5	5,1	4,2
<i>Amortissement de la dette reprise de SNCF réseau</i>	0	1,7	1,3	3	2,2	2,1	2,7
<i>Amortissement d'autres dettes reprises</i>	0	0,5	0	0	0,9	0,9	0
<i>Déficit budgétaire</i>	92,7	178,1	170,7	151,5	164,9	173,3	146,9

<i>Besoin de financement</i>	2019	2020	2021	2022	LFI 2023	Exec 2023	LFI 2024
<i>Autres besoins de trésorerie</i>	-2,4	-6,9	-5,1	-20,2	-12,6	-11,3	-7,7
TOTAL	220,5	309,5	285,2	280,0	304,9	314,6	297,2

<i>Ressources</i>	2019	2020	2021	2022	LFI 2023	Exec 2023	LFI 2024
<i>Emission de dette à MLT</i>	200,0	260,0	260,0	260,0	270,0	270,0	285,0
<i>Ressources affectées à la CDP et consacrées au désendettement</i>	0	0	0	1,9	6,6	6,6	6,5
<i>Variation de l'encours des titres de court terme</i>	-6	54,7	-6,2	-6,9	3,3	20,8	5,2
<i>Variation des dépôts des correspondants</i>	11,5	27,8	18,7	1,2	0	-11,5	0
<i>Variation des disponibilités du Trésor et des placements de trésorerie de l'État*</i>	-5,7	-63,4	-4,4	35,2	24,5	47,6	0
<i>Autres ressources de trésorerie</i>	20,6	30,4	17,2	-11,4	0,5	-18,8	0,5
TOTAL	220,5	309,5	285,2	280,0	304,9	314,6	297,2

Source : AFT.

* Il s'agit bien de ressources dans la mesure où c'est une utilisation des disponibilités du compte, cette utilisation se traduisant ensuite par une dégradation du solde du compte.

S'agissant des ressources de financement, le montant des émissions de dette de moyen et long termes est conforme aux prévisions de la LFI (270,0 Md€). La prévision d'émissions nettes des rachats augmente de 15 Md€ dans la LFI pour 2024 (285,0 Md€).

Un autre levier utilisé par l'AFT en 2023 a été l'émission de titres de court terme, dont l'encours a augmenté de 20,8 Md€ par rapport à 2022. Ces titres ont pour caractéristiques d'être à intérêts dits « précomptés », c'est-à-dire estimés et payés à l'émission du titre. 345 Md€ de ces titres ont été émis en 2023, la majorité d'entre eux arrivant à maturité pendant l'exercice⁵. L'utilisation de ces titres aura été responsable de la majeure partie de l'augmentation de la charge de la dette sur l'exercice, étant donné la forte progression de leurs taux en 2023 (cf. infra).

Enfin, devant la difficulté à prévoir les mouvements de taux, les « autres ressources de trésorerie », principalement constituées des primes (chiffre positif) ou décotes (chiffre négatif) à l'émission, avaient fait l'objet d'une prévision modeste de 0,5 Md€ en LFI. Ces ressources complémentaires de trésorerie devaient avoir une contribution légèrement positive en 2023, elle aura été finalement nettement négative, à -18,8 Md€, du fait des taux en hausse, qui entraîne 21,2 Md€ de décotes à l'émission. (cf. encadré)⁶.

⁵ Ces titres ont une maturité de 13 à 52 semaines et sont émis de façon hebdomadaire.

⁶ Le différentiel avec les -18,7 Md€ s'explique la gestion du supplément d'indexation sur les coupons courus des OAT indexées émises dans l'année.

Enfin, la variation de l'encours des dépôts des correspondants est également en baisse entre la LFI et l'exécution (-11,5 Md€).

Le mécanisme des primes et décotes

Les émissions de titres donnent lieu à l'encaissement de primes ou de décotes lorsque leur taux de coupon est différent du taux de marché. Ces primes et décotes compensent, sur la durée de vie du titre, la différence entre le montant total des coupons versés et celui qui l'aurait été dans le cas d'une émission au taux de marché.

Si le coupon du titre est supérieur au taux de marché, les coupons versés cumulés seront supérieurs à ceux qui l'auraient été dans le cadre d'une émission à taux de marché. Ce surplus de versements à venir pour l'investisseur doit être compensé par un surplus de prix initial versé par ce dernier. Il paie donc une « prime à l'émission » du titre. Le prix d'achat du titre est donc supérieur à sa valeur de remboursement (valeur faciale du titre, dite « pair »).

Inversement, lorsque le coupon du titre est inférieur au taux de marché, l'investisseur se prépare à recevoir moins que ce qu'il aurait pu recevoir pour une émission au taux de marché. Cette différence est compensée par le fait que l'investisseur va payer moins cher le titre à l'émission, ce dernier étant donc émis avec une décote par rapport à sa valeur de remboursement final.

Les primes à l'émission correspondent à des encaissements supplémentaires qui viennent réduire le besoin de financement de l'État, ce qui se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une moindre émission de dette. Ce gain initial se résorbe progressivement, au fur et à mesure, que les coupons versés à des taux supérieurs au taux de marché accroissent le besoin de financement de l'État. À l'inverse, les décotes augmentent, toutes choses égales par ailleurs, le besoin de financement de l'État sur l'exercice. Ce différentiel est compensé ensuite, au fur et à mesure du paiement par l'État de coupons moins élevés que le taux de marché.

En 2023, le montant net des primes et décotes est de -21,2 Md€, les primes ne représentant sur ce net dominé par les décotes qu'une part marginale.

Ces moindre ressources, couplées à la hausse du besoin de financement, ont induit une révision à la hausse de l'endettement de court terme (+17,5 Md€ entre prévision et exécution) et de la contribution de la trésorerie. Sur ce dernier point, à la fin de l'exercice 2020, un fort surplus de trésorerie avait été accumulé du fait d'un déficit et d'une sollicitation des dispositifs d'urgence moins élevés qu'attendus, et s'était encore accru en 2021 (de 4,4 Md€). 35,2 Md€ de ces disponibilités avaient été utilisées sur l'exercice 2022 et 47,6 Md€ l'auront été en 2023 (soit un écart à la prévision sur cette ligne de 23,1 Md€).

III - Des émissions toujours soutenues en 2023, un encours de dette qui continue d'augmenter

A - La hausse continue du volume d'émission

Si, dans son bulletin mensuel de décembre 2023, l'Agence France Trésor (AFT)⁷ met en avant le fait que le programme de financement de l'État mesuré en points de PIB baisse depuis 2020⁸, il n'en reste pas moins qu'il ne fait qu'augmenter en montant, malgré la fin de la crise covid et la diminution de l'inflation en 2023. En effet, les émissions nettes de dette de moyen et long termes étaient de 200 Md€ en 2019, de 260 Md€ en 2020, 2021 et 2022 et sont passées à 270 Md€ en 2023. La loi de finances initiale pour 2024 prévoit de porter ce chiffre à 285 Md€, soit 100 Md€ de plus qu'en 2017.

Ainsi, le montant de titres de dette de l'État proposé aux marchés est en augmentation continue. Or, en parallèle, les dynamiques de demande de ces titres sont en cours de modification. En effet, l'Eurosystème avait développé des programmes d'achats massifs de titres, notamment d'État, à partir de 2014 et les avait renforcés en 2020 jusqu'à être considéré par certains investisseurs comme un « acheteur en dernier ressort » pour les titres souverains. Au titre du seul programme d'urgence face à la pandémie, le PEPP, l'Eurosystème avait ainsi acheté plus de 158 Md€ de titres d'État français en 2021. Les achats nets de ce programme se sont poursuivis début 2022 ; 19,5 Md€ de titres français ont été achetés sur cet exercice. Face à l'augmentation de l'inflation depuis 2022, l'Eurosystème se retire progressivement de ces programmes. En 2023, le montant non renouvelé des titres français achetés arrivés à maturité atteint plus de 2 Md€. Si ce désengagement n'est pas encore élevé en montant concernant le PEPP, il est beaucoup plus élevé sur les autres programmes, dépassant 210 Md€ de non renouvellement sur l'ensemble de la zone euro. La dynamique de demande de l'Eurosystème est donc désormais inversée.

B - Un encours de dette en constante augmentation

Conséquence de cette hausse continue des émissions nettes, l'encours de dette est également en hausse constante. À fin 2022, l'encours de la dette de l'État atteignait 2 278 Md€, dont 148,5 Md€ à court terme et 2 129 Md€ à moyen et long termes. À fin 2023, le montant total est de 2 430 Md€, soit une augmentation de 6,5 % sur un an. L'encours de dette de court terme est de 169 Md€ (+13,8 %) et celui de la dette de moyen et long termes de 2 261 Md€ (+6 %).

L'encours de dette total a donc augmenté de 1 000 Md€ en 10 ans (1 457 Md€ à fin 2013) et de près de 670 Md€ depuis 2018.

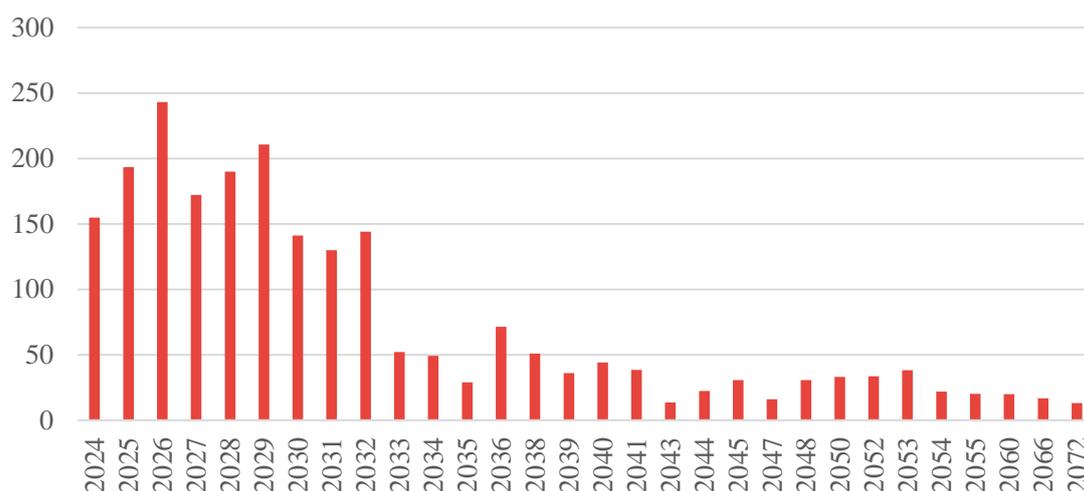
L'OAT de maturité la plus longue doit arriver à échéance en 2072. Elle a été réabondée à hauteur de 1,5 Md€ en 2023. Pour autant, une partie importante de la dette doit arriver à maturité dans les prochaines années : environ 50 % de la dette de moyen et long termes de l'État

⁷ Agence responsable de l'émission des titres de dette de l'État français.

⁸ 11,2% du PIB en 2020, 10,4% en 2021, 9,9% en 2022 et, en prévision, 9,6% en 2023.

doit avoir été remboursée avant 2029 (échéance de 5 ans), 72 % avant 2033 (échéance de 10 ans) et près de 81 % avant 2038 (échéance de 15 ans). En volume, le montant à rembourser d'ici dix ans est de plus de 1 700 Md€.

Graphique n° 6 : horizon d'arrivée à maturité de la dette de moyen et long termes, Md€



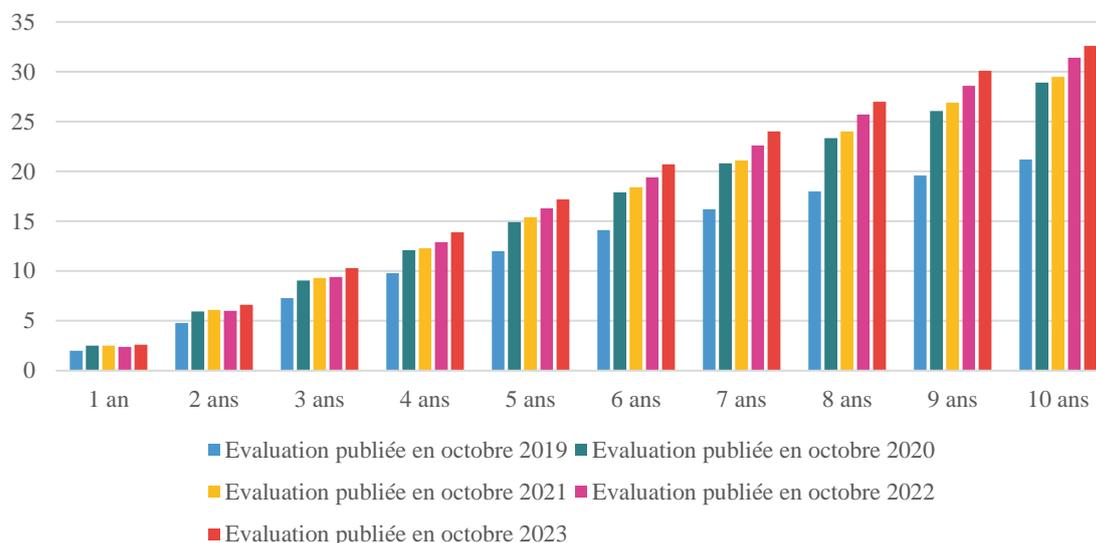
Source : AFT

En dehors d'une légère baisse en 2008-2009, la maturité moyenne de l'encours de dette a augmenté, passant de 6,2 ans en moyenne en 2004 à 8,5 ans en 2022. Elle reste stable en 2023. La France fait toujours partie des émetteurs souverains de la zone euro les plus présents sur le segment du très long terme, caractérisé par des titres ayant une maturité résiduelle de plus de trente ans. Un nouveau titre de maturité 30 ans (OAT 3 % 25 mai 2054) a ainsi été émis cette année. En revanche, après avoir baissé notablement entre 2012 et 2019⁹, la part du court terme dans l'encours total de dette s'est stabilisé autour de 7 % en 2023.

Enfin, la très forte croissance du volume de la dette de l'État depuis 2008 renforce de façon marquée sa sensibilité aux mouvements de taux. L'AFT estime ainsi qu'un choc supplémentaire de 1 % des taux par rapport au scénario de référence entraînerait un surcoût annuel sur la charge de la dette d'un peu plus de 17 Md€ à horizon de 5 ans et de 32,6 Md€ à horizon 10 ans. Toutes choses égales par ailleurs, du fait de l'augmentation très forte de l'endettement ces dernières années, la sensibilité de la charge de la dette à horizon 10 ans a augmenté de près de 11,5 Md€ puisqu'en 2019, une hausse de 1 % des taux aboutissait à horizon 10 ans à une augmentation de la charge annuelle de la dette de 21,2 Md€.

⁹ Plus de 15% de l'encours en 2012 ; moins de 6% en 2019. La crise sanitaire a marqué un ressaut de l'utilisation des titres de court terme comme variable d'ajustement au financement des dispositifs de crise.

Graphique n° 7 : sensibilité de la charge annuelle de la dette à une hausse de taux de 1%, par horizon de temps, Md€



Source : PAP du programme 117

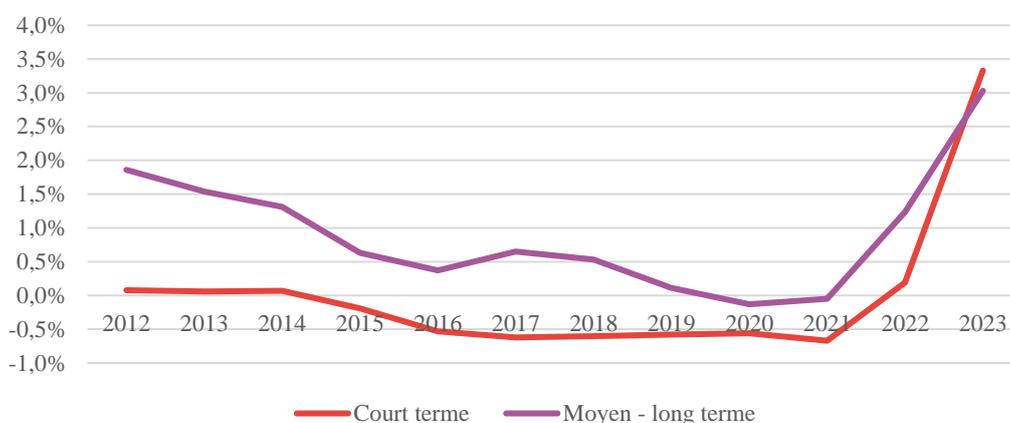
La dette de l'Etat français est détenue à 52,9 % par des investisseurs non-résidents, à 11,2 % par les compagnies d'assurances françaises, à 7,4 % par des banques françaises et à 26,9 % par d'autres investisseurs nationaux. Dans cette catégorie rentre la Banque de France, qui mène, pour le compte de l'Eurosystème, les programmes d'achats décidés au niveau de la zone euro¹⁰. Un an auparavant, la part des non-résidents était de 49,8 %, celle des compagnies d'assurances françaises de 13%, celle des banques françaises de 6,7 % et celle des autres investisseurs de 29,10%. La baisse de cette dernière catégorie reflète le désengagement progressif des banques centrales au cours de l'année 2023. A titre de comparaison en effet, au troisième trimestre 2019, avant la pandémie et le lancement d'un programme d'achat de titres spécifiques, la proportion de détention non résidente était de 54,8 % et celle des « autres » investisseurs nationaux, reflétant donc la Banque de France, était de 19,4 %. Le poids de cette dernière catégorie, qui avait pris de l'ampleur pendant la crise sanitaire est en train de décroître, entraînant un rééquilibrage au profit notamment des non-résidents.

C - Des caractéristiques d'émission en lien avec la hausse des taux

1 - Un taux moyen à l'émission qui augmente

En lien avec la forte hausse des taux observée depuis mi-2022, le taux moyen d'émission des titres français a nettement augmenté sur les deux dernières années. Il est désormais de 3,33 % sur le court terme (contre 0,19 % en 2022) et de 3,03 % sur le moyen-long terme (contre 1,43% en 2022).

¹⁰ Chiffres à la fin du troisième trimestre 2023. Le delta des chiffres est la possession des OPCVM français.

Graphique n° 8 : taux moyen d'émission

Source : AFT

L'AFT a pour stratégie de suivre la demande des investisseurs, notamment en matière de maturité. Ainsi, 43 % des titres de moyen-long terme émis en 2023 ont une maturité inférieure à 6 ans, contre 41 % en 2022. À l'inverse, les volumes émis ayant une maturité supérieure à 30 ans restent stables, légèrement inférieurs à 10 %.

La maturité moyenne à l'émission était poussée à la hausse ces dernières années par les investisseurs en quête de taux et de rendements positifs (les taux moyens étant très bas jusqu'à 2021, il leur fallait aller chercher des maturités plus longues pour revendiquer des taux positifs). Ce mouvement d'allongement de la maturité à l'émission s'est arrêté en 2022 du fait de la hausse des taux qui a fait revenir les investisseurs sur des maturités plus courtes. En conséquence, alors que la maturité moyenne à l'émission était de 12,4 ans en 2021, elle redescend à 11,1 ans en 2022 et 11,0 ans en 2023.

Le taux de couverture (*bid to cover*) sur la dette de moyen et long termes en 2023 s'élève à 2,30 après 2,25 en 2022. Si le taux de couverture de 2023 est supérieur à la moyenne des dix dernières années (2,18), il est cependant tendanciuellement en baisse depuis le début des années 2000 (il était de plus de 2,70 de 2000 à 2010) sous l'effet notamment de la baisse des taux et de la recherche de rendement qui portent les investisseurs vers d'autres actifs.

Des ratios de couverture variables selon les États

Le ratio de couverture d'une émission rapporte la demande exprimée par les investisseurs au volume finalement émis par l'agence de dette. Ce ratio reflète le dynamisme de la demande, lui-même soutenu à la fois par le rendement offert aux investisseurs et par l'avis de ces derniers sur la soutenabilité de la dette concernée.

En Allemagne, le ratio de couverture (bid-to-cover) était faible en période de taux bas et négatifs. Il était de 1,9 en 2020¹¹ et de 1,4 en 2021 du fait du faible niveau des taux offerts aux investisseurs. Le rapport entre rendement et risque étant un peu plus favorable à la faveur de la remontée des taux, le *bid-to-cover* allemand est passé à 2 en 2023 en moyenne.

Au Royaume Uni en revanche, le ratio de couverture est plutôt plus élevé qu'en France et plus constant. Il était ainsi de 2,5 en moyenne en 2021 sur la dette de moyen et long termes britannique ; il est de 2,55 en 2023¹².

2 - Des rachats concentrés sur la deuxième partie d'année

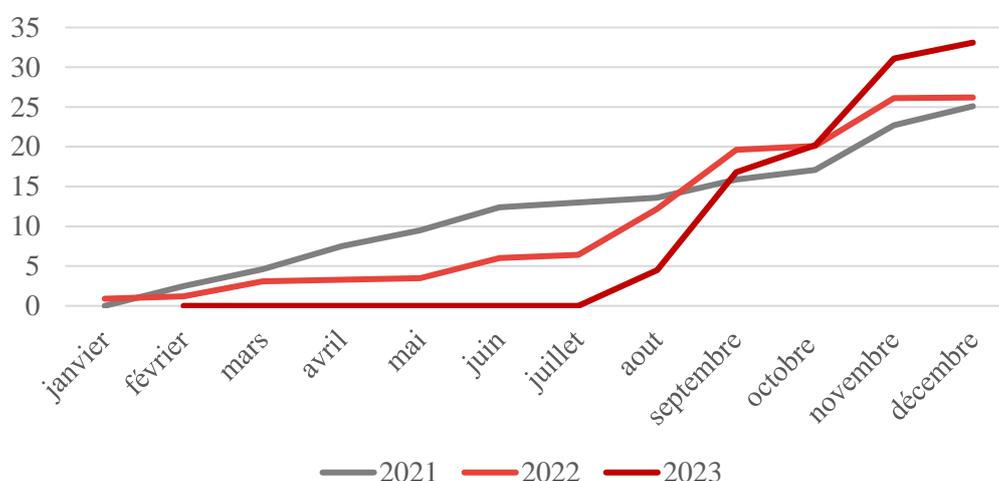
Tous les ans, l'AFT complète ses émissions nouvelles par des opérations de rachat de titres ayant une maturité résiduelle entre un et deux ans. Les enveloppes ne sont pas définies *ex ante* et dépendent de l'avancement du programme de financement au cours de l'année. Les montants rachetés dépendent des offres des banques avec lesquelles travaille l'AFT. Ils représentent la différence entre les volumes d'émission brut et net. Ces opérations permettent de lisser le profil de remboursement des années à venir, évitant ainsi de trop fortes variations dans la trésorerie de l'Etat. Elles sont aussi l'occasion d'améliorer le fonctionnement du marché secondaire des valeurs du Trésor, par exemple en proposant de retirer du marché les emprunts à faible liquidité.

Sur l'exercice 2023, ces rachats ont été menés de façon spécifique. En effet, alors que le rythme de ces derniers était relativement régulier en 2021, les rachats sont majoritairement reportés sur la deuxième partie d'année en 2022 et plus encore en 2023. Or, le programme de financement a été mené en 2023 à un rythme au moins comparable, voire légèrement plus rapide qu'en 2021 ou 2022. En effet, fin mars 2023, 33 % du programme était réalisé, contre 31 % à la même date en 2021. A fin juin, 62 % du programme est réalisé en 2023, 58 % en 2021. Ce rythme inhabituel s'explique par la forte remontée des taux directeurs de la BCE en fin d'année 2022 et en 2023. Ce mouvement rapide a en effet induit une conjoncture de marché singulière et des valorisations relatives des différents titres en eux atypiques.

Finalement, l'AFT a racheté 33 Md€ de titres en 2023, contre 26 Md€ en 2022.

¹¹ Issuance Results - Deutsche Finanzagentur (deutsche-finanzagentur.de). Chiffres du *Bund*, titre allemand de référence pour le long terme, équivalent allemand de l'OAT. L'exemple allemand doit toutefois être nuancé par des pratiques légèrement différentes de celles de l'AFT, comme une présence par exemple de l'agence de dette sur le marché secondaire.

¹² Summary of results from all DMO gilt operations.

Graphique n° 9 : rachats cumulés, Md€

Source : AFT, Cour des comptes

3 - Des ressources diminuées par les décotes à l'émission

En 2022, au total, 6,2 Md€ de primes et 19,8 Md€ de décotes avaient été enregistrées pour l'émission des titres de moyen et long termes, soit un montant net de décotes de 13,6 Md€. Après des primes nettes pouvant atteindre près de 31 Md€ en 2020 puis 16,9 Md€ en 2021, l'exercice 2022 avait donc marqué une inversion de tendance. Ce mouvement s'est poursuivi en 2023 puisque le montant net des décotes atteint 21,2 Md€ pour cet exercice et n'est constitué quasiment exclusivement que de décotes.

Bien que les taux de marché se soient rapprochés des taux de coupon, voire les aient dépassés, aboutissant à l'enregistrement de décotes nettes à l'émission, l'AFT a continué d'émettre sur des souches anciennes. En effet, l'agence ne peut pas couvrir l'ensemble des maturités demandées par les investisseurs par de nouveaux titres et doit de plus maintenir une liquidité – et donc un volume – suffisant sur l'ensemble de ses souches, ce qui revient à abonder régulièrement toute souche émise afin qu'elle atteigne une liquidité suffisante.

IV - Des titres spécifiques qui pourraient être mieux analysés

A - Les titres indexés sur l'inflation, un coût budgétaire qui pousse à une meilleure quantification des apports non financiers

1 - Une proportion de titres indexés dans les émissions qui diminue en 2023

L'AFT indique émettre environ 10 % de son programme d'émissions annuel via des titres indexés. L'agence a ainsi émis 24,5 Md€ de titres indexés en 2023, dont 6,85 Md€ d'OATi et 17,5 Md€ d'OATÉi (cf. encadré), soit moins de 8 % des émissions brutes de l'année.

En dehors des années 2019 et 2020 où elle était de 7 %, cette proportion oscille plutôt entre 8 et 9 %, voire dépasse ce dernier chiffre.

S'agissant des encours, les titres indexés représentent un total de 271 Md€, soit un peu plus de 11 % de l'encours de dette totale de l'État (sur un total de 2 430 Md€) et 12 % de l'encours de dette de moyen et long terme (sur un total de 2 260 Md€).

Le fonctionnement des titres indexés

La première OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation (hors tabac) français (OATi) a été émise par l'AFT en 1998. En 2001, ces émissions ont été élargies aux titres indexés sur l'indice des prix en zone euro (OAT€i). L'AFT s'est engagée, depuis, à émettre de façon régulière et transparente des titres indexés pour maintenir une liquidité suffisante sur chacun de ces titres de titres.

Une obligation indexée sur l'inflation est un titre de dette dont la rémunération dépend de l'inflation constatée soit en France (Insee), soit en zone euro (Eurostat). Le capital (« principal ») de l'obligation, qui est remboursé à échéance et sur lequel est versé un coupon annuel, varie chaque année avec l'inflation, il est dit « indexé ». La différence entre le principal initial et le principal indexé est appelé le supplément d'indexation. En contrepartie de l'indexation du capital sur l'inflation, le taux d'intérêt d'une obligation indexée (appelé « taux réel ») est plus faible que celui d'une obligation non indexée de même maturité puisqu'il ne nécessite pas de prime de risque vis-à-vis de la valeur réelle du titre au moment de son amortissement.

L'émission de titres indexés permet ainsi à l'AFT d'économiser une « prime d'inflation » qu'elle paie quand elle émet une OAT classique, c'est-à-dire le surplus de taux que les investisseurs exigent de l'État pour se protéger contre les variations d'inflation. En contrepartie de ce moindre coût, les émissions d'indexées rendent plus volatiles la charge de la dette.

Les OATi sont considérés comme de meilleures couvertures du risque spécifiquement français, puisque c'est sur cet indice de dimension nationale qu'elles sont fondées, mais elles sont moins liquides que les OAT€i. En 2023, les OAT€i représentent 75,8 % de l'encours des titres indexés émis.

2 - Un pilotage qui reflète la stratégie de l'AFT, des analyses à poursuivre

En 2023, le ratio de couverture des adjudications¹³ de titres indexés est de 2,7, au-dessus de sa moyenne depuis 2010, d'environ 2,4. En comparaison, le ratio de couverture des adjudications sur la dette de moyen et long terme est de 2,30 en 2023, tous types de titres confondus. Sur les 15 meilleurs taux de couverture observés en 2023, 11 concernent des titres indexés. En effet, l'année 2023 a été marquée par une forte collecte sur les livrets d'épargne réglementée engendrant des besoins de couverture de la part des entités collectrices. La proportion relativement faible des titres indexés dans les émissions brutes n'est donc pas à lier à un manque de demande de la part des investisseurs sur ces titres.

Depuis 2004, les OATi et OAT€i sont adjudguées les mêmes jours que les OAT à moyen terme « classiques », mais lors d'une séance d'adjudication spécifique. Les OATi et OAT€i sont destinées à toutes les catégories d'investisseurs et leur permettent de protéger le pouvoir d'achat de leurs investissements, améliorer l'adossement de leur passif, ou diversifier la composition de leur portefeuille.

¹³ Ratio entre le volume d'offres reçues des acheteurs de titres sur le volume de titres émis.

Pour décider des titres émis, l'AFT suit la demande des investisseurs, dans les bornes fixées par son programme indicatif de financement, qu'elle définit en décembre. Avant chacune de ses adjudications, l'AFT recueille les avis des investisseurs sur les titres que ces derniers aimeraient voir l'agence émettre. Elle décide ensuite des titres qui seront émis et assortit chacune des lignes choisies d'une fourchette indicative de volume. En 2023, les volumes adjugés sur les titres indexés sont systématiquement proches du haut de la fourchette annoncée, voire le dépassent.

Au-delà du suivi de la demande, l'AFT utilise deux éléments pour piloter son offre de titres indexés.

Le premier point d'attention est le niveau indicatif de 10 % des émissions annuelles mentionné plus haut. Ce chiffre est connu des spécialistes en valeur du Trésor¹⁴. Il est indicatif mais apparaît tout de même dans les échanges entre l'agence et le cabinet du ministre et dans les publications de l'agence. Pourtant, et malgré la publicisation dont il fait l'objet, ce niveau indicatif de 10 % d'émissions annuelles de titres indexés n'est que très peu documenté.

Le second porte sur le montant d'encours de titres indexés. Une note, datant de 2006¹⁵, modélisait plusieurs stratégies d'endettement pour conclure « *qu'une augmentation de la partie indexée de la dette dans l'encours total jusqu'à 20 % pourrait diminuer à la fois le coût et la variabilité budgétaires* ». C'est sur l'encours de titres indexés que l'AFT explique focaliser son analyse de risques, plus que sur le volume annuel d'émission, puisque le risque encouru et la charge de la dette dépendent de l'encours et non des émissions annuelles.

En 2022, la Cour des comptes a signalé que le marché des obligations indexées nécessitait une vigilance particulière¹⁶. Le rapport sur le budget de l'Etat en 2022¹⁷, publié en avril 2023, avait également comme première recommandation : « *Dans le contexte de reprise de l'inflation, actualiser rapidement les conditions et limites des émissions de titres indexés* ». Dans la lignée de cette recommandation, un rapport de l'Assemblée Nationale, déposé en juin 2023, a été consacré à ces titres indexés¹⁸. Il recommande d'améliorer l'évaluation des impacts des titres indexés sur le budget de l'Etat et, si nécessaire, de réviser les cibles et l'encadrement des émissions¹⁹.

Dans ce contexte de questionnements, la note mentionnée plus haut, relative à la proportion de 20 % de titres indexés dans le total de l'encours et datant de 2006, a été réactualisée en 2023. Les principaux résultats de cette actualisation figurent dans le rapport sur la dette des administrations publiques²⁰. Les simulations, à date comme rétrospectives sur les 15 dernières années (de 2008 à 2023), tiennent compte de la forte hausse du ratio de dette

¹⁴ Banques qui achètent les titres sur le marché d'émission, dit « marché primaire ».

¹⁵ Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques, DGTPE, *Une modélisation analytique des stratégies d'endettement de l'État*, n° 99 – Fév. 2006.

¹⁶ Cour des comptes, *La gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor*, février 2022.

¹⁷ Cour des comptes, *Le budget de l'Etat en 2022 (résultats et gestion)*.

¹⁸ Rapport d'information n° 1314 sur les obligations assimilables du Trésor indexées sur l'indice des prix à la consommation en France et sur l'indice des prix de la zone euro.

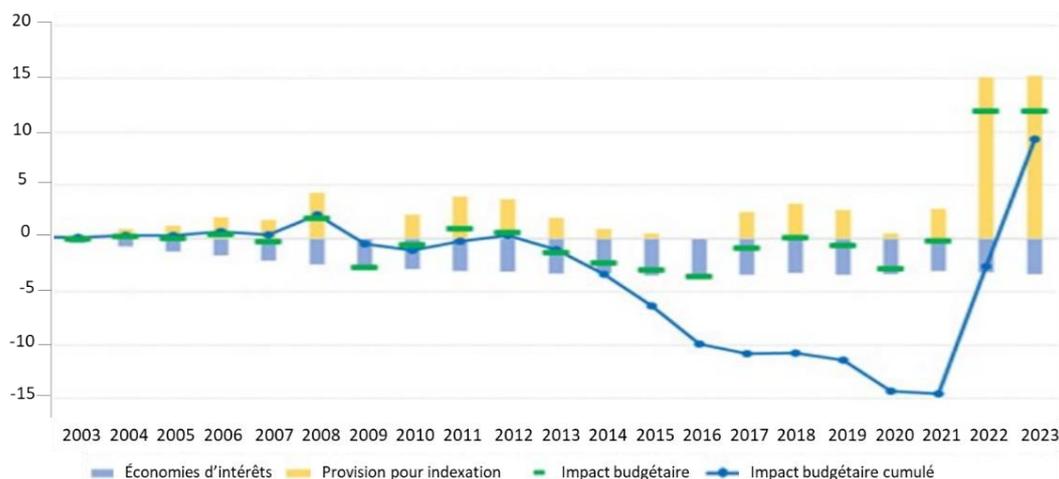
¹⁹ Le rapport va aussi plus loin en demandant une mise en extinction de ces titres, ce qui dépasse largement les recommandations de la Cour.

²⁰ Rapport sur la dette des administrations publiques (2023). Pages 33 et suivantes.

rapportée au PIB. Elles suggèrent une part optimale de titres indexés comprise entre 10 % et 20 %, et de 17 % en moyenne afin de diminuer à la fois le coût budgétaire moyen et le risque encouru, soit un niveau nettement au-dessus du poids actuel des titres indexés dans l'encours total de dette négociable de l'Etat, d'un peu plus de 11 %.

L'apport financier de ces titres au budget de l'État peut être approximé²¹ par l'AFT, annuellement et en cumulé. Il a été établi, à la demande du Sénat, que le gain financier représenté par le programme depuis sa mise en place en 1998 s'établissait, en cumulé, à 2 Md€ à fin 2022. Or, suite à la hausse de l'inflation en 2022 et 2023, cet apport financier connaît un changement notable sur l'exercice : l'impact budgétaire cumulé n'est plus une économie (en négatif sur le graphique) mais repasse du côté des dépenses. Les émissions de titres indexés ont un coût budgétaire cumulé désormais proche de 10 Md€.

Graphique n° 10 : bilan budgétaire du programme d'émissions indexées, Md€



Source : rapport sur la dette des administrations publiques

L'AFT n'encourage pas cette vision en gains et pertes des titres indexés, estimant qu'il s'agit d'un prisme trop limité, qui occulte par exemple l'apport de ces titres en termes de diversification et donc d'amélioration de la gestion du risque. Si cette notion de diversification peut se pressentir intuitivement, elle n'est cependant pas étayée par l'agence. Cette dernière pourrait par exemple réaliser auprès des banques françaises un étude permettant de quantifier la demande supplémentaire effectivement amenée par ces titres, leur utilisation (couverture, autres fins) ou encore l'utilité relative des OATi par rapport aux OAT€i.

De plus, et alors que la charge de la dette augmente fortement, il est considéré comme acquis par l'AFT que, *via* notamment la hausse des recettes fiscales liée à l'inflation, les impacts haussiers et baissiers de cette dernière sur le budget de l'Etat s'équilibrent. Or, aucune étude approfondie n'a pour le moment été réalisée pour aboutir à cette vision d'ensemble des impacts

²¹ Selon une méthode comparant les émissions effectuées en titres indexés et celles hypothétiques en titres fictifs avec un taux nominal équivalent (comprenant la date d'émission, la maturité, le montant, etc.). Cette méthode ne prend pas en compte certains aspects, comme une possible hausse des taux des titres nominaux si un montant plus élevé de ces derniers avait été émis à la place des titres indexés.

de l'inflation sur le budget de l'État, qui s'est révélée fautive en 2023, les recettes fiscales nettes de l'État ayant subi une baisse en valeur et plus encore en volume malgré la croissance du PIB en valeur tirée par l'inflation. Si l'utilité des titres indexés est indéniable du point de vue des investisseurs qui cherchent à se couvrir contre l'évolution de l'inflation – notamment les banques portant du livret A à leur bilan, elle n'est à ce jour pas suffisamment étayée en ce qui concerne le fonctionnement financier de l'État.

B - La difficile quantification de l'apport des OAT vertes

En 2017, la France a été le premier État à émettre une obligation verte souveraine pour une taille de référence (l'OAT 1,75 % 25 juin 2039). L'AFT a créé, en 2021, un deuxième titre vert (l'OAT 0,50 % 25 juin 2044), puis, en 2022, a apporté une nouvelle contribution au développement de la finance durable avec la première obligation souveraine verte indexée sur l'inflation européenne (l'OAT €i 0,10 % 25 juillet 2038).

Ces titres sont régulièrement réabondés, afin d'atteindre des volumes leur permettant une liquidité suffisante (contrairement au modèle allemand – cf. encadré). Suite aux différents abondements opérés en 2023, l'encours total des OAT vertes est de 61,87 Md€. Si les OAT vertes 2039 et, dans une moindre mesure 2044, ont des encours suffisants pour leur garantir un niveau satisfaisant de liquidité (32,9 et 22,3 Md€ respectivement), l'OAT verte 2038, plus récemment créée (2022), bénéficie d'un encours de seulement 6,7 Md€ à fin 2023.

Le modèle allemand des « titres jumeaux »

L'Allemagne, via la *Deutsche Finanz Agentur* (DFA- agence de la dette allemande), a émis sa première obligation verte en septembre 2020 en adoptant un dispositif dit « des titres jumeaux » (« *twin bonds* »). Chaque obligation verte est associée à un titre classique de même maturité et de même coupon et elle peut à tout moment être échangée contre ce dernier. L'obligation verte est a priori plus chère que sa jumelle conventionnelle dans la mesure où la convertibilité est une option, dont le coût est répercuté à l'investisseur²². La *Finanzagentur* a créé à ce jour sept titres verts pour un nominal cumulé de 55,75 Md€.

Ce mécanisme permet à la DFA d'assurer la liquidité des titres verts en dépit de montants plus limités qu'en France. Un titre vert n'est en effet émis qu'une fois que le titre conventionnel associé a atteint un volume suffisant pour assurer sa liquidité. De plus, le fonctionnement de la DFA diffère de celui de l'AFT dans la mesure où l'agence allemande peut garder des titres à son bilan et, pour tout euro d'obligation verte émis, elle conserve sur son bilan un euro d'obligation conventionnelle. La non-intervention de l'AFT sur le marché secondaire ne permettrait pas un tel fonctionnement sur les OAT.

²² Cf. rapport d'information du Sénat n°773, déposé en juillet 2022 et consacré aux OAT Vertes.

D'autres éléments rendent ce modèle non répliquable en France. Ainsi, contrairement à ce qui est proposé dans le cas des titres jumeaux, l'AFT cherche à créer de la liquidité sur le marché des OAT vertes lui-même, avec des encours se rapprochant de ceux des titres classiques. De plus, certains investisseurs présents sur le marché des OAT Vertes ne seraient pas intéressés par ces titres s'ils devaient en plus supporter le coût supplémentaire induit par l'option de convertibilité du titre. Enfin, l'une des priorités de l'AFT est d'assurer une transparence complète sur ses émissions, et donc sur l'encours des OAT Vertes. Au contraire, la DFA, dont le fonctionnement est porté par la qualité du crédit allemand, ne communique pas aussi fréquemment sur les encours flottants des obligations vertes allemandes.

Le modèle retenu par l'AFT a été également adopté par la quasi-totalité des pays de l'Union Européenne.

Le cadre des OAT vertes est clairement défini dans un document spécifique régulièrement mis à jour par l'AFT. En amont de chaque exercice, les différents ministères identifient au sein de leurs programmes budgétaires les lignes répondant à des objectifs favorables à l'environnement (atténuation du changement climatique, adaptation aux risques qui y sont liés, préservation de la biodiversité ou lutte contre la pollution). Celles-ci sont présentées pour avis à un conseil spécifique, le Conseil d'évaluation des OAT vertes, puis soumises à la validation d'un comité de pilotage interministériel placé sous l'égide du Premier ministre. Ce processus permet de définir le montant d'émission possible d'OAT vertes. D'un point de vue comptable, les fonds levés sont traités comme ceux d'une OAT traditionnelle et gérés selon le principe d'universalité budgétaire. Chaque année, un rapport d'allocation et de performance, établi sur la base du projet de loi de règlement, permet de vérifier l'équivalence nominale entre les fonds issus des émissions vertes et les emplois qui lui sont associés. Une seconde opinion, actualisée chaque année et émanant d'un acteur extérieur (Moody's ESG Solutions) formule une assurance de niveau raisonnable sur la capacité de l'Etat à affecter le produit de l'OAT au financement de projets favorables à l'environnement.

En matière d'apport financier, l'existence d'un différentiel de taux, légèrement inférieur pour les OAT vertes que pour les OAT classiques (« *greenium* »), suggère une demande particulière pour ces actifs. En dehors du point mentionné plus haut sur les ratios de couverture, l'émission inaugurale de chacune des OAT vertes et les abondements subséquents se sont faits dans des conditions globalement comparables à celles de titres de dette de maturité similaire. À l'occasion des abondements, l'AFT a noté ce léger différentiel de taux en faveur des OAT vertes - par rapport à ce qu'aurait été le taux théorique, pour une obligation de même maturité ou de même durée – de l'ordre de deux points de base (soit 0,02 %).

De nombreux pays, notamment européens, ont suivi la France dans l'émission d'obligations vertes souveraines et se sont inspirés du cadre qu'elle avait mis en place. L'Irlande, la Suède, le Luxembourg, l'Espagne, l'Italie, la Hongrie, la Suisse, la Belgique, la Lituanie ou encore le Royaume-Uni ont procédé à l'émission de leurs propres titres verts²³. Les volumes du marché des obligations souveraines vertes ont donc fortement augmenté depuis 2017. L'articulation entre cette offre croissante et la demande supplémentaire pour ce type d'actifs doit être suivie avec précaution pour capter les premiers signaux indiquant la maturité de ce marché et l'absence de capacité d'absorption complémentaire. Par exemple, les réabondements opérés sur l'OAT verte 2044 en février et novembre 2023 ont été réalisés avec un ratio de

²³ D'après une audition de Sean Kidney, président de la *Climate Bond Initiative* (CBI) devant le Sénat, parmi les grands pays développés, seuls les États-Unis n'envisagent pour le moment pas d'émettre d'obligations vertes.

couverture compris entre 1,5 et 2, soit peu au-dessus du seuil retenu par l'AFT comme celui d'une adjudication réussie²⁴. En revanche, les nouvelles lignes d'OAT vertes continuent d'être émises à de bonnes conditions, comme en témoigne le succès de la syndication de la nouvelle OAT verte²⁵ lancée le 16 janvier 2024. Ainsi, si les dialogues fréquents de l'AFT avec les banques et les investisseurs devraient permettre à l'agence d'anticiper les difficultés, il convient de suivre avec une acuité particulière les moindres signes de fragilité de ce marché.

Pourtant, quantifier la demande supplémentaire effectivement apportée par les OAT vertes – donc des investisseurs étant moins ou non présents pour les OAT classiques - est un exercice difficile, puisque, par nature, les investisseurs ne communiquent pas ou peu de chiffres sur les montants qu'ils comptent consacrer à tel ou tel type de produit. L'AFT peut constater, de façon qualitative, dans ses contacts avec les investisseurs, que certains d'entre eux ont des contraintes sur le caractère « vert » de leurs investissements. Elle peut aussi mesurer la présence d'investisseurs spécifiques lors des syndications²⁶ de titres verts par rapport aux syndications classiques. Certains approfondissements permettant de mieux appréhender cette mesure pourraient ainsi être envisagés : enquête spécifique auprès des investisseurs, sollicitations des institutions financières françaises en anonymisant les résultats, etc.

²⁴ Le ratio cible du PAP étant de 1,5 pour les OAT et 2 pour les BTF.

²⁵ OAT Verte 3% 25 juin 2024.

²⁶ L'AFT utilise deux types d'opérations pour émettre ces titres, les adjudications et les syndications.

RECOMMANDATION

La Cour formule la recommandation suivante

(Recommandation nouvelle) Approfondir l'analyse des titres indexés et des OAT vertes en précisant dans quelle mesure ces titres permettent d'apporter une demande supplémentaire par rapport aux OAT classiques (Direction générale du Trésor, Agence France Trésor)

Chapitre II

Une charge de la dette qui continue d'augmenter

Orem ipsum dolor sit amet, consectetur adipiscing elit, sed diam nonummy nibh euismod tincidunt ut laoreet.

I - Une forte hausse de la charge de la dette du fait de la remontée des taux

La LFI pour 2023 avait ouvert 50,83 Md€ de crédits sur le programme 117 destiné à abonder en recette le compte de commerce 903 au titre de la dette de l'État. La dépense au titre de la charge de la dette de moyen et long termes de l'État aura finalement été de 57,38 Md€. De ce montant peuvent être déduits deux éléments. Le premier rassemble les recettes liées à la dette de moyen-long terme, de 2 973 M€ ; le second relève du surplus dégagé par la trésorerie (530 M€, cf. infra). Finalement, la charge de la dette de l'État, telle qu'exécutée par l'apport du programme 117, atteint donc 53,87 M€.

Si l'on inclut la dette SNCF réseau (soit l'ensemble du compte de commerce 903), le montant à financer par le budget général atteint un total de 54,78 Md€ en exécution.

Les dépenses liées à la dette correspondent à la charge d'intérêts des titres (41,47 Md€ dont 2,72 M€ sur les OAT indexées et 38,75 Md€ pour les OAT nominales et les BTF²⁷) et à la charge d'indexation du capital des obligations indexées, pour 15,80 Md€. Cette dernière reste élevée, mais quasiment stable par rapport à 2022 (+0,30 Md€ - cf. encadré).

L'exécution du compte de commerce liée à la dette de moyen et long termes se résume comme suit :

²⁷ Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt - titres à court terme, de maturité initiale inférieure ou égale à un an.

Tableau n° 2 : dépenses et recettes du compte, hors trésorerie, M€

<i>Dépenses</i>	Intérêt des OAT (hors indexés) et BTF	Intérêt des OAT indexés	Indexation du capital des OAT indexés	Frais et commissions	Intérêt sur les dettes reprises par l'État	Total des dépenses
2019	34 837	3 141	2 764	18	99	40 859
2020	31 649	3 016	458	32	99	36 254
2021	32 334	2 522	3 022	43	773	38 694
2022	32 549	2 759	15 530	26	906	51 770
2023	38 755	2 719	15 802	20	987	58 283

<i>Recettes</i>	Coupons courus des OAT	Produits des émissions de BTF*	Intérêts sur instruments de couverture	Total recettes	Equilibrage nécessaire
2019	1 080	664	19	1 763	39 096
2020	937	956	21	1 914	34 340
2021	639	1 034	4	1 677	37 017
2022	1 100	359	1	1 460	50 310
2023	2 973	-	-	2 973	55 310

NB : Le coupon couru à l'émission est payé par l'acheteur d'une obligation réabondée et correspond au coupon relatif à la durée écoulée entre la dernière date de paiement de coupon et l'émission. En effet, si une obligation de souche ancienne est réabondée en novembre de l'exercice N avec un paiement de coupon en mars N+1, le coupon de mars N+1 représentera l'ensemble de la période entre mars N et mars N+1. Or, l'obligation est réabondée en novembre et l'acheteur touche en mars un coupon non pas sur la période novembre-mars mais sur l'ensemble d'une année écoulée (entre mars N et mars N+1), soit un montant supérieur à ce qu'il devrait théoriquement toucher étant donnée sa date d'achat du titre. Il doit donc payer, lors de l'achat du titre, le coupon correspondant à la période mars N – novembre N, qui correspond à une forme de trop-perçu lors du versement du coupon en mars N+1.

**Si les taux sont négatifs.*

La provision pour charge d'indexation, une spécificité au regard de la comptabilité budgétaire

Lors de l'arrivée à maturité d'un titre indexé, le montant de capital remboursé est calculé en multipliant le nominal du titre par un coefficient d'indexation dépendant de l'évolution de l'inflation sur la période de vie de l'obligation. Une « *provision pour charge d'indexation* » est enregistrée annuellement pour évaluer la charge budgétaire potentielle sur la totalité de l'encours de titres indexés, quand bien même il n'y a pas de décaissement effectif.

De 15,8 Md€ en 2023, soit 30 % de la charge de la dette, cette provision soulève plusieurs difficultés.

Tout d'abord, elle ne se calcule pas de la même façon en comptabilité budgétaire et en comptabilité générale. D'un côté, la comptabilité budgétaire s'appuie sur l'article 125 de la loi n°99-1172 du 30 décembre 1999 (LFI 2000) et se fonde sur l'inflation observée de mai N-1 à mai N pour le calcul de la provision relative à l'année N dans le PLF, celle-ci n'étant pas ajustée par la suite. De l'autre côté, la provision passée dans le compte général de l'État en comptabilité générale est calculée au terme de l'exercice et prend en compte le mouvement d'inflation sur l'ensemble de l'année. Le décalage entre comptabilité budgétaire et générale peut être massif en cas de mouvement rapide de l'inflation. Ainsi, en 2022, cette provision était de 15,5 Md€ en comptabilité budgétaire et de 22 Md€ en comptabilité générale. En 2023, elle est de 15,8 Md€ en comptabilité budgétaire et de 8,5 Md€ en comptabilité générale.

Ces derniers chiffres montrent ensuite les à-coups auxquels est soumise cette provision. Ces variations fortes, liées aux modalités de calcul de la provision et au poids de l'encours sur lequel elle porte (271 Md€ d'encours de titres indexés à fin 2023), rendent difficile l'interprétation de la charge de la dette et en réduisent sa lisibilité.

Enfin, cette provision est la seule écriture du budget de l'État qui fait exception au principe de base de la comptabilité budgétaire selon lequel les dépenses sont rattachées à l'exercice de leur décaissement. En étant inscrite comme une dépense non décaissée, elle pèse sur le niveau total des dépenses et donc sur le déficit, mais à l'inverse doit être déduite du besoin de financement puisqu'elle n'est pas décaissée.

La trésorerie permet en 2023 de dégager un surplus de 530 M€ (cf. infra), venant minorer le nécessaire équilibrage de 55,31 Md€ relevant de la dette de moyen et long termes. *In fine*, la charge de la dette, incluant l'État et la SNCF, atteint donc 54,78 Md€, dont 53,87 Md€ pour ce qui relève de l'État, au sens du programme 117.

Cette progression de 4,9 Md€ par rapport à 2022 peut se décomposer analytiquement en trois effets.

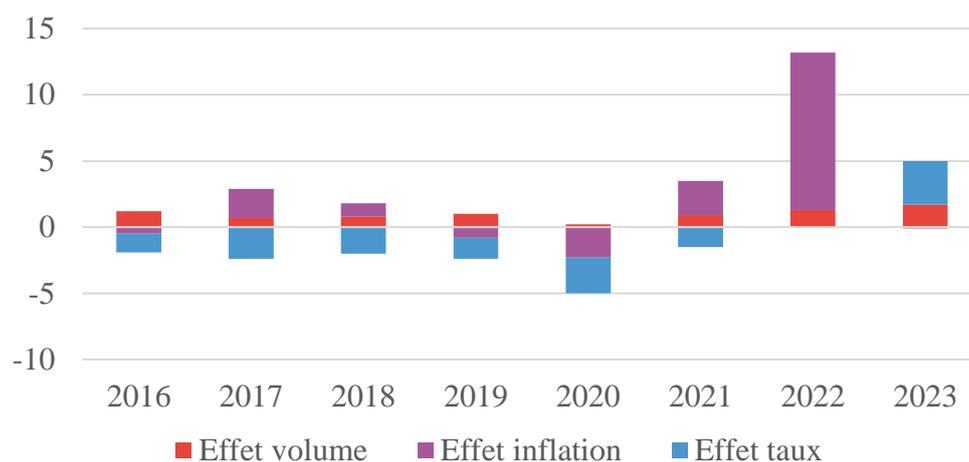
Le premier est l'augmentation du volume de dette, représentant 1,7 Md€ de charge d'intérêt supplémentaire (on peut parler d'un « effet volume »).

Le second est la hausse des taux d'intérêts (ou « effet prix »). Cet effet est cette année de +3,3 Md€ et résulte de la combinaison de deux éléments : d'une part, l'impact défavorable sur la charge de la dette de la hausse des taux d'émissions sur les BTF (+4,6 Md€ sur la charge de la dette) et d'autre part, l'impact favorable du remplacement des titres amortis émis il y a plusieurs années par des taux de coupons qui, malgré la remontée des taux observée récemment, restent néanmoins en-deçà des taux d'origine (-1,3 Md€).

Le troisième est l'effet de l'inflation, quasiment nul en 2023. En effet, la charge d'indexation du capital des OAT indexées est restée quasiment stable entre 2022 et 2023, du fait du maintien de l'inflation à un niveau élevé mais relativement stable. La charge

d'indexation reste donc une composante importante de la charge de la dette mais ne participe pas à l'augmentation de cette dernière sur l'exercice.

Graphique n° 11 : effets conjugués du volume, des taux et de l'inflation sur la variation de la charge de la dette, Md€

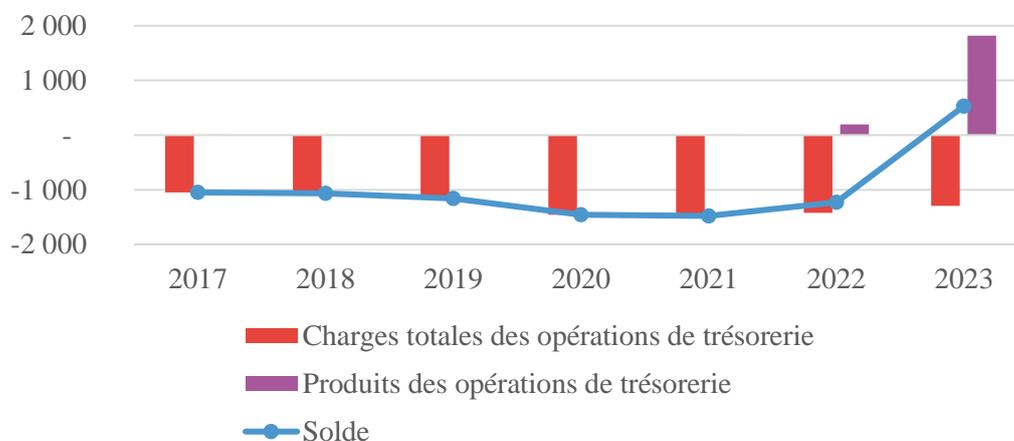


Source : AFT

II - Des opérations de trésorerie excédentaires

La gestion de la trésorerie a permis de dégager un surplus de 530 M€ en 2023, alors que la dernière décennie avait été marquée, du fait de l'environnement de taux négatifs, par une contribution négative de la trésorerie au financement de l'État.

Graphique n° 12 : solde des opérations de trésorerie



Source : AFT, Cour des comptes

Tableau n° 3 : dépenses et recettes de trésorerie, M€

<i>Dépenses</i>	Intérêt des comptes des dépôts des CT	Intérêt des opérations inter-bancaires	Intérêts du compte courant du Trésor à la Banque de France	Rémunération des fonds non consommables versés par l'État	Charges totales des opérations de trésorerie
2019	177	37	194	752	-1 160
2020	183	38	485	754	- 1 460
2021	163	31	536	751	-1 481
2022	180	20	472	752	-1 424
2023	531	10	-	752	-1 292

<i>Recettes</i>	Gestion de la trésorerie	Recettes diverses	Produits totaux des opérations de trésorerie
2019	-	-	-
2020	-	-	-
2021	-	2	2
2022	197	-	197
2023	1 822	-	1 822

Source : AFT

A - Une amélioration due à la remontée des taux

Jusqu'en 2021, les taux négatifs conduisaient à « rémunérer négativement » les dépôts de l'État placés à la Banque de France, c'est-à-dire que l'État payait pour placer ses liquidités. En 2022, la remontée des taux et leur passage dans une zone positive avait eu deux conséquences en termes de trésorerie. D'abord, ce n'est plus l'État qui payait la Banque de France pour le placement de sa trésorerie. Au contraire, l'État est rémunéré désormais positivement par la Banque de France (voir encadré sur les évolutions de cette rémunération). Ces intérêts, après avoir coûté 536 M€ à l'État en 2021 puis 293 M€ en 2022²⁸, ont permis de dégager une recette de 821 M€ en 2023.

²⁸ 472 M€ de dépenses pour l'État du fait des taux négatifs puis une recette de 179 M€ du fait du passage en taux positifs.

Les évolutions de rémunération du compte du Trésor à la Banque de France : d'une charge à une recette de trésorerie pour l'État

Les règles de rémunération du compte du Trésor à la Banque de France en vigueur, fixées par la Banque centrale européenne, prévoient qu'au-delà d'un seuil, le solde soit rémunéré à 0 %²⁹. Cependant, dans le cadre de la normalisation de sa politique monétaire à l'automne 2022, la BCE avait décidé de supprimer temporairement, jusqu'au 30 avril 2023, ce plafond de 0 %³⁰. Ainsi, entre ces deux dates, les montants déposés avaient été rémunérés au taux le plus bas entre l'€STR³¹ et le taux de facilité de dépôt de la BCE. À compter du 1er mai 2023³² et là encore temporairement, un plafond de rémunération égal au taux €STR minoré de 20 points de base a été introduit. Cette décision permet, dans un contexte de taux monétaires positifs, un taux positif mais contenu de rémunération. La convention passée entre la Banque de France et l'AFT pour la tenue du compte du Trésor se cale sur ces différentes évolutions.

La seconde conséquence de la remontée des taux à des niveaux positifs tient aux modalités de pilotage de la trésorerie par l'AFT. Celle-ci s'appuie en effet sur des prévisions quotidiennes, qui permettent d'évaluer les montants nécessaires au financement des opérations à venir. Ainsi, les excédents temporaires de trésorerie peuvent être placés sur le marché interbancaire, sous deux formes principales que sont les dépôts dits « en blanc » (sans garantie) ou les opérations de pensions livrées. Ces dernières sont des prises en pension de titres d'État qui sont des prêts de l'AFT garantis par les titres (dits « de collatéral ») qu'elle reçoit de la banque emprunteuse de liquidités. Dans l'intérêt financier de l'État, ces placements actifs ne sont effectués que si leur rémunération est supérieure à celle proposée par le compte du Trésor à la Banque de France, ce qui a été le cas à partir de l'introduction, au 1^{er} mai 2023, d'un plafond de rémunération pour ce compte (€STR minoré de 20 points de base - cf. encadré), cette situation s'étant poursuivie ensuite jusqu'en fin d'exercice.

Ainsi, en plus de la rémunération positive par la Banque de France des liquidités sur le compte du Trésor, la remontée des taux a élargi les opportunités de placement de la trésorerie sur le marché des prêts interbancaires. Après avoir représenté un coût de 31 M€ en 2021, puis de 2,8 M€ en 2022³³, ces opérations ont pris un essor notable en 2023. Alors que l'encours moyen quotidien de placement via les deux types d'opération (prêts en blanc ou avec collatéral) atteignait 6,7 Md€ en 2022, il a fortement augmenté en 2023 pour atteindre près de 28 Md€. La rémunération de ces opérations, d'un peu plus de 3,5 % sur l'année, permet de dégager près de 980 M€ de recettes.

²⁹ Si les taux sont négatifs, la rémunération sera au taux le plus faible entre le taux €STR (indice de marché interbancaire) et le taux de la facilité de dépôt.

³⁰ Décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 8 septembre 2022.

³¹ « *Euro short term rate* » : taux à court terme en euros qui reflète les coûts d'emprunt au jour le jour non garantis pour les banques de la zone euro – taux interbancaire de référence.

³² Décision d 7 février 2023 de la BCE, applicable à partir du 1^{er} mai.

³³ Les intérêts des prêts interbancaires dus aux taux négatifs ont généré une dépense de 20 M€ mais le passage ensuite en taux positifs a permis d'atteindre près de 18 M€ de recettes sur l'année.

B - Hors PIA, des dépenses liées à la rémunération des dépôts des correspondants du Trésor

Les charges relevant de la trésorerie de l'État regroupent les rémunérations des fonds non consommables destinés au financement des investissements d'avenir (PIA), les rémunérations des dépôts des correspondants du Trésor, c'est-à-dire d'institutions qui déposent tout ou partie de leurs fonds auprès du Trésor.

La part la plus importante des dépenses relève des dépôts des correspondants effectués dans le cadre des PIA, qui conservent des conditions de rémunérations plutôt favorables (4 % pour le Plan Campus de 2008, 3,4 % et 2,5 % pour les PIA 1 et 2). De nombreuses conventions entre l'État et les opérateurs des PIA devaient arriver à échéance en 2020, pour un total de 22 Md€. Elles ont été reconduites dans les mêmes conditions de taux alors que les taux de marché avaient significativement baissé depuis, ce que la Cour a critiqué dans les NEB récentes³⁴ ainsi que dans son rapport de 2021 sur les PIA³⁵. La rémunération de ces fonds non consommables versée par l'État représente le principal poste de dépense de la trésorerie depuis 2017, stable à hauteur d'environ 750 M€ par an.

En dehors de l'exception des PIA, le décret du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaire et comptable publique (GBCP) pose comme principe général l'absence de rémunération des fonds déposés au Trésor. Pour autant, les déposants obligatoires (collectivités locales et établissements publics), sur autorisation express ou de droit, et les déposants facultatifs peuvent placer leurs liquidités sur un ou plusieurs comptes à terme (CAT) ou un compte de placement rémunéré (CPR). La rémunération de ces comptes est fixée par l'arrêté du 24 janvier 2013³⁶; elle est établie en référence aux taux courts (avec un plancher à 0 % qui s'appliquait dans le contexte des taux d'intérêts négatifs).

Sur le total de 164,85 Md€ déposés par les différentes catégories de correspondants du Trésor, et hors PIA, 17,68 Md€ sont rémunérées.

Tableau n° 4 : encours des comptes des déposants, Md€

<i>En Md€</i>	Encours au 31/12/23	Dont rémunérés
<i>Collectivités et établissements publics locaux dont</i>	75,65	2,45
<i>Régions</i>	1,77	
<i>Départements</i>	8,97	
<i>Communes</i>	31,02	
<i>EPCI</i>	19,39	

³⁴ NEB 2019 ou 2020.

³⁵ Publication « *Le programme d'investissement d'avenir : un acquis à consolider, un rôle spécifique à mieux définir* » octobre 2021.

³⁶ Arrêté du 24 janvier 2013 portant application des articles 43 à 47, 134, 138, 141, 142, 143, 195 et 197 du décret n°2012-1246 du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaires et comptable publique et encadrant les comptes de disponibilité et les dépôts de fonds au Trésor.

<i>En Md€</i>	Encours au 31/12/23	Dont rémunérés
<i>Autres EP locaux</i>	14,50	
<i>Hôpitaux</i>	8,36	
<i>Etablissements publics nationaux</i>	48,57	0,00
<i>Banques centrales africaines</i>	7,42	7,42
<i>Union européenne</i>	3,65	
<i>Autres</i>	21,20	7,79
TOTAL	164,85	17,68
<i>Investissements d'avenir</i>	37,32	21,99

Source : AFT, DGFIP

En 2023, les intérêts payés par l'État aux déposants (hors PIA) ont atteint un total de 497,6 M€, soit une hausse de 318 M€ par rapport à 2022.

Tableau n° 5 : intérêts payés pour les comptes des déposants, hors PIA, M€

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Bpifrance</i>	42,6	90,7	91,9	113,9	131,1	196,7
<i>Banques centrales africaines</i>	54,8	62,6	68,8	38,2	43,1	269,6
<i>Compte de dépôt de l'IEOM</i>	29,8	23	22	11	0	0
<i>Autres</i>	0,3	0,3	0,3	0,3	5,2	31,4
Total	127,5	176,6	183,0	163,4	179,5	497,6

Source : AFT

NB : le compte de dépôts IEOM n'est plus rémunéré depuis le 1er janvier 2021 (la rémunération versée en 2021 correspond aux intérêts courus en 2020)

Les conditions de rémunération applicables à ces dépôts n'ont pas été modifiées en 2023 et diffèrent selon les déposants. L'augmentation des taux directeurs de la BCE en 2023 (+200 points de base), et dans leur sillage des taux des BTF, explique l'augmentation des rémunérations.

Pour les dépôts des banques centrales africaines, qui ont généré 269,6 M€ d'intérêts à payer par l'État en 2023, des conventions de compte sont passées avec chacune, dans le cadre d'accords de coopération entre la France et les États de ces unions monétaires. Pour la Banque Centrale des Comores (BCC) le taux en vigueur est le taux de facilité de prêt marginal de la BCE, avec un plancher à 2,5 %. Pour la Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC), les taux en vigueur sont le taux de facilité de prêt marginal de la BCE sur le solde créditeur jusqu'à la moitié des avoirs extérieurs totaux, avec un plancher en toute hypothèse à 0,75 %, et le taux de refinancement de la BCE sur le solde créditeur allant au-delà de la moitié des avoirs extérieurs.

Bpifrance dispose de comptes spécifiques, dédiés au placement de fonds de garantie (dotés sur fonds publics). Ils sont encadrés par une convention relative à la gestion globale de ces comptes et font l'objet, chacun, d'une décision ministre et d'une convention de compte.

L'évolution de la ligne « Autres » résulte principalement de l'accroissement du taux de rémunération des dépôts de l'Unédic. Ses dépôts sont répartis entre un compte à vue, dont la rémunération est définie dans une décision du ministre de 2023, qui fixe celle-ci par rapport au dernier taux BTF à 3 mois diminué de 0,05 %, et une enveloppe déposée pour un horizon d'une année, dont la rémunération a été fixée par une autre décision par rapport au taux BTF 12 mois (connu à date) diminué de 0,05 %.

Chapitre III

La conformité aux principes et règles du droit budgétaire

variation nette, appréciée en fin d'année, de la dette négociable de l'État d'une durée supérieure à un an ». Pour l'exercice 2023, le « *plafond de la variation nette, appréciée en fin d'année et en valeur nominale, de la dette négociable de l'État d'une durée supérieure à un an est fixé à 125,5 milliards d'euros* » (article 131 de la LFI 2023). Il a été respecté en 2023 puisqu'il correspond à la différence entre les émissions nettes (270 Md€) et l'amortissement de la dette de moyen et long termes en valeur nominale hors supplément d'indexation (144,5 Md€).

La loi de finances pour 2023 autorise, en son article 97 (« état E »), un découvert en cours d'année de chaque section du compte de commerce. Les découverts maximaux autorisés en loi de finances de chacune des deux sections ont été stables par rapport à 2022, à 17,5 Md€, pour la section 1 et à 1,7 Md€ pour la section 2.

Au cours de l'exercice, le découvert de la première section du compte a atteint ses points les plus hauts lors de la dernière décade d'avril (9 166 M€), lors de la dernière décade de mai (10 648 M€), lors de la dernière décade de juillet (13 861 M€) et lors de la dernière décade d'octobre (8 267 M€). Le découvert maximal autorisé en loi de finances (17,5 M€) a été respecté.

S'agissant de la seconde section, le solde entre les recettes et les dépenses n'a jamais été déficitaire en 2023, des opérations budgétaires minimales ayant eu lieu malgré l'extinction des swaps. Malgré la mise en extinction, le PLF pour 2023 précisait que « le plafond de cette section doit rester calibré dans l'hypothèse d'une reprise de cette politique. Il convient d'inscrire un plafond de 1,7 Md€ pour 2023, identique à celui des années précédentes. ».

Les deux niveaux de découvert ont été respectés.

CONCLUSION

L'année 2023 a été marquée par un besoin de financement encore en hausse, ajusté en cours d'exercice à cause d'un déficit budgétaire plus élevé qu'attendu. Pour faire face à ce besoin, l'Agence France Trésor a mobilisé l'ensemble des leviers possibles. Non seulement le montant des émissions de moyen et long termes a augmenté, de 10 Md€ par rapport à 2022 (et donc de 70 Md€ par rapport à 2019) mais les disponibilités du compte du Trésor ont également été fortement mobilisées. Les émissions de court terme, qui avaient servi de variable d'ajustement lors de la crise sanitaire, ont été largement utilisées en 2023, en dehors de toute notion d'urgence. Or, cette pratique a largement contribué à l'augmentation de la charge de la dette puisque ce sont les taux courts qui ont le plus augmenté sur l'exercice.

L'AFT a pour stratégie de suivre la demande des investisseurs pour émettre la dette de l'État au meilleur prix et au moindre risque. Pour autant, cette stratégie et la liquidité nécessaire des titres de dette ont un impact budgétaire immédiat, à savoir celui des décotes nettes enregistrées sur l'exercice. De même, l'émission de titres indexés - qui relève également de la stratégie de l'agence - présente, en cumulé depuis 2001, un coût budgétaire de près de 10 Md€, coût qui ne repose il est vrai que sur la seule année 2023 puisque ce bilan faisait encore apparaître un gain sur vingt ans à la fin de l'année 2022. Dans ce contexte, il appartient à l'AFT de justifier l'intérêt de ces titres par d'autres éléments, comme l'apport d'une demande supplémentaire par rapport aux titres classiques, peu documenté pour le moment.

Annexes

Annexe n° 1 : suivi des recommandations

N°	Recommandation formulée au sein de la note d'exécution budgétaire 2022	Réponse de l'administration	Analyse de la Cour	Appréciation par la Cour du degré de mise en œuvre*
1	<p>Dans le contexte de reprise de l'inflation, actualiser rapidement les conditions et limites des émissions de titres indexés (AFT)</p>	<p>« Les modèles ont été réactualisés en 2023 afin de tenir compte des récentes évolutions du contexte économique. [...]»</p> <p><i>Les simulations du portefeuille ont été réalisées sur un grand nombre de scénarii macro-économiques et financiers, combinés à une multitude de stratégies d'endettement comprenant différentes parts d'encours de dette indexée. Les simulations, sur données actuelles et rétrospectives (de 2008 à 2023) suggèrent une part optimale de titres indexés comprise entre 10% et 20%, et de 17 % en moyenne. »</i></p>	<p>Les hypothèses de la note et du modèle qui la sous-tend ont été actualisées et présentées dans les documents budgétaires.</p>	<p>Mise en œuvre Recommandation levée</p>