



MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA RELANCE

*Liberté
Égalité
Fraternité*



AGENCE
FRANCE TRÉSOR

Rapport d'activité 2019





L'AGENCE FRANCE TRÉSOR
a pour mission de gérer
la dette et la trésorerie
de l'État au mieux des
intérêts du contribuable
et dans les meilleures
conditions de sécurité.

Sommaire

04

ÉDITO D'ODILE
RENAUD-BASSO

05

ENTRETIEN AVEC
ANTHONY REQUIN

06

PRÉSENTATION
DE L'AFT

12

PARTENAIRES

20

RAPPORT DE
GESTION 2019

- 21 - ACTIVITÉ DE L'AFT
- 27 - ENVIRONNEMENT
ÉCONOMIQUE ET FINANCIER
- 39 - STRATÉGIE ET GESTION
DE LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT
- 42 - STRATÉGIE ET GESTION
DE LA DETTE DE L'ÉTAT
- 48 - FOCUS OAT VERTE
- 52 - CONTRÔLE DES RISQUES
ET POST-MARCHÉ

55

CHIFFRES DE
L'EXERCICE 2019

- 56 - RAPPORT FINANCIER
- 70 - RAPPORT STATISTIQUE

85

FICHES
TECHNIQUES

98

GLOSSAIRE

100

Liste des
ABRÉVIATIONS

L'économie française en 2019 : résiliente face au ralentissement mondial



Les réformes structurelles des dernières années sont un atout face aux vents contraires qui s'intensifient du fait de la crise sanitaire. ”

Odile Renaud-Basso
Directrice générale du Trésor et
présidente de l'AFT

En 2019, de multiples incertitudes ont pesé sur l'environnement international, contribuant déjà à un ralentissement synchronisé de l'ensemble des grandes économies. Les aléas scandant la négociation commerciale sino-américaine ont convoqué le spectre d'une dé-mondialisation possible, au moment même où le retournement du cycle industriel devenait manifeste. À l'échelle européenne, la négociation du Brexit s'est annoncée également comme très délicate. Ces difficultés ont fragilisé l'économie mondiale avant même que la pandémie de coronavirus, qui sévit depuis le premier trimestre 2020, n'impose une rupture historique de son rythme d'activité.

La France, bien qu'affectée par le début de ralentissement mondial, s'est montrée résiliente en 2019. Dans un contexte international dégradé, elle a bénéficié de la diversification de son économie et d'un degré raisonnable de dépendance vis-à-vis de la demande extérieure. La croissance française, tirée par une demande intérieure robuste, est ainsi restée supérieure à celle de la moyenne de la zone euro. La baisse du chômage a été favorable à la consommation des ménages, qui a également bénéficié de mesures budgétaires favorables.

L'investissement des entreprises a conservé un fort dynamisme, soutenu par le rétablissement de leurs marges et par un accès à la liquidité demeuré très aisé.

La mise en place d'un nouveau cycle d'assouplissement de la Banque centrale européenne, à partir de juin 2019, a aidé les économies européennes à s'adapter au ralentissement de l'activité. Elle s'est inscrite dans un mouvement très général, puisque la Fed, qui s'était engagée dans une normalisation de sa politique monétaire, a opéré un revirement au troisième trimestre. Le maintien d'un environnement de taux bas a perpétué des conditions d'emprunt favorables à l'ensemble des agents, privés comme publics. En contrepartie, des risques financiers se sont cependant intensifiés, liés au creusement de la dette des ménages et des entreprises dans le monde émergent ou à des niveaux de valorisation considérés comme excessifs sur certains marchés financiers. Avec la détérioration de la conjoncture mondiale, les risques de fortes corrections sont ainsi devenus plus tangibles.

En France, les réformes structurelles menées avec persévérance depuis 2014 et accentuées depuis 2017 sont restées un atout essentiel face aux vents contraires qui aujourd'hui s'intensifient du fait de la crise sanitaire. Les réformes du marché du travail, de l'assurance-chômage et de la formation professionnelle, celle des prélèvements obligatoires, de même que la simplification de l'environnement des affaires, visaient à libérer le potentiel de croissance de l'économie. Elles ont directement aidé à restaurer la compétitivité ainsi que la profitabilité des entreprises et permis de réduire le taux de chômage.

Enfin, la poursuite en 2019 de l'effort de consolidation budgétaire, étayée notamment par un ensemble de mesures de transformations des administrations publiques, aura autorisé la reconstitution de marges de manœuvre grâce auxquelles la France est en mesure d'assurer, dans la crise actuelle, les dépenses nécessaires au maintien de son appareil productif et de son capital humain. La capacité de rebond de notre économie est ainsi préservée. L'allongement de la maturité de la dette publique et les conditions très favorables de financement ayant prévalu ces dernières années contribuent également à la soutenabilité des finances publiques, justifiant de la qualité de la signature de l'État, bien reconnue par les investisseurs.

2019, une année hors normes pour l'Agence France Trésor

L'année 2019 a été, à nouveau, une année hors normes, s'agissant du financement de l'État.

Confrontée à un besoin de financement en hausse, l'Agence France Trésor a pu exécuter à des conditions financières moyennes inédites de 0,11 %, plus de 40 points de base en dessous de la moyenne de l'année 2018, un programme d'émission moyen long terme de 200 Md€ en données nettes des rachats de titres, un montant record, en hausse de 5 Md€ par rapport à l'année précédente.

Alors que les marchés s'attendaient à la fin de l'année dernière, en cohérence avec le discours de normalisation progressive des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique, à une hausse des taux d'intérêt, ces anticipations ont été déjouées avec le ralentissement de la croissance mondiale et la réorientation en cours d'année du discours de la Fed et de la BCE dans un sens plus accommodant, provoquant à partir de l'été un rally inédit sur les taux d'intérêt et un repositionnement de la demande des investisseurs sur la partie longue voire ultra longue de la courbe de taux en seconde partie d'année.

Année de records donc avec l'adjudication de titres à 10 ans au taux le plus faible jamais réalisé à -0,36 % le 5 septembre 2019 et, ce même jour, l'adjudication d'une OAT à 15 ans en taux négatif à -0,05 % ; enfin l'émission, de plus de 26 Md€ du nouveau titre de référence à 30 ans, l'OAT 2050, l'année même de sa création.

Dans ce contexte inédit, l'AFT, fidèle à ses principes d'émission, a servi la demande des investisseurs, jusqu'à 245 Md€ d'émissions brutes, à une maturité moyenne de plus de 11 ans, et réalisant 45 Md€ de rachats de titres à court terme pour lisser le profil d'amortissement de dette des années à venir.

L'agence a mis à profit l'importante génération de primes de trésorerie à l'émission, conséquence de la baisse des taux d'intérêt et de l'environnement de taux négatif sur toute une partie de la courbe de taux, pour continuer à réduire l'encours de titres du Trésor à court terme, réduisant ce faisant pour l'avenir le risque de refinancement de l'État. Avec un pourcentage de titres à court terme représentant 5,9 % de la dette négociable totale, soit un plus bas sur la période 2000-2019, l'Agence France Trésor a reconstitué les

marges de sécurité de nature à permettre à l'État de faire face, sur le plan du financement, à un choc macroéconomique d'ampleur, similaire à celui auquel la France a fait face en 2008 avec la Grande Crise Financière.

2019 restera aussi l'année où l'OAT verte, après trois nouveaux réabondements, a atteint un encours de 20,7 milliards d'euros, conformément à l'engagement qui avait été pris vis-à-vis des investisseurs lors de la création de ce titre en 2017, permettant d'assurer une liquidité identique à celle des autres OAT.

En 2020, les défis demeurent nombreux pour financer les mesures déployées par le Gouvernement en réponse à la crise sanitaire et à ses répercussions économiques. Dans ce contexte particulier, l'écosystème de financement bâti autour de l'AFT, avec l'apport capital des Spécialistes en Valeurs du Trésor, qui conseillent et assistent l'agence sur sa politique d'émission, seront plus indispensables que jamais pour l'exécution de ce programme d'envergure.



Confrontée à un besoin de financement en hausse, l'AFT a pu exécuter à des conditions financières inédites un programme d'émission record. ”

Anthony Requin
Directeur général de l'AFT

À la fin de l'année 2019, l'AFT est composée de 47 personnes (17 femmes et 30 hommes, 20 contractuels et 27 fonctionnaires). L'agence se caractérise par la diversité de la formation et du parcours des agents. Ceux-ci partagent les mêmes valeurs que celles de la Direction générale du Trésor : l'engagement, la loyauté, l'ouverture et l'esprit d'équipe. En matière de déontologie, des engagements stricts sont pris par l'ensemble des collaborateurs.



Missions et fonctionnement

Les missions

La gestion de la trésorerie de l'État

L'Agence France Trésor (AFT) est chargée de pourvoir aux besoins de trésorerie de l'État de sorte que celui-ci soit en mesure de respecter à tout moment et en toutes circonstances l'ensemble de ses engagements financiers.

Cette mission se décline sur l'ensemble de l'année, mais aussi au jour le jour : les prévisions d'encaissement et de décaissement de l'État et des correspondants du Trésor sont en permanence mises à jour ; l'exécution des flux sur le compte est surveillée pour faire face à un besoin de trésorerie ponctuel.

La gestion de la dette de l'État

L'AFT a pour mission de gérer la dette au mieux des intérêts du contribuable. La stratégie de l'AFT est de se placer dans une perspective de long terme tout en restant proche du marché. Elle favorise une liquidité sur l'ensemble des produits de dette qu'elle émet, dans une totale transparence et une volonté de conjuguer innovation et sécurité.

Un service à compétence nationale, autonome et responsable

Placée sous l'autorité du ministre de l'Économie et des Finances et de la directrice générale du Trésor, l'AFT est un service à compétence nationale (SCN). Elle dispose de la visibilité et des moyens nécessaires à son activité, particulièrement au regard de la complexité des marchés financiers et à la nécessité d'avoir un contact étroit avec tous les acteurs financiers.

Le rattachement de l'AFT à la direction générale du Trésor, au sein du ministère de l'Économie et des Finances, lui permet de bénéficier de l'information la plus large possible pour remplir ses missions strictement définies, souvent en liaison étroite avec d'autres structures du ministère, comme la direction du Budget et la direction générale des Finances publiques.

Les effectifs de l'AFT sont composés de fonctionnaires connaissant parfaitement les processus financiers de l'État et de professionnels de marché sous contrat avec l'État. Ils occupent des fonctions tant opérationnelles (trésorerie, opérations de marché, contrôle des risques et post-marché, informatique) que d'analyse (modélisation, économie et droit) et de communication.

OPÉRATIONS DE FINANCEMENT RÉALISÉES POUR LE COMPTE DE LA CADES

Depuis le 1^{er} octobre 2017, les équipes de la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES), en charge de financer et d'amortir la dette sociale en France, et de l'AFT se sont rapprochées afin de constituer un pôle d'excellence dans l'émission de titres publics français. Dans ce cadre, la CADES a confié à l'AFT la responsabilité opérationnelle de ses activités de financement. L'AFT agit au nom et pour le compte de la CADES en utilisant ses personnels qu'elle lui a mis à disposition.

En 2019, la CADES a réalisé un programme de financement à moyen et long terme d'un montant de 3 milliards d'euros dans d'excellentes conditions.

- La première émission a été réalisée le 25 janvier pour un montant de 2,5 milliards d'euros. Il s'agit d'un abondement de la souche 0,125 % à échéance octobre 2023 émise au mois de juin 2018 (1 milliard) et déjà augmenté de 250 millions en octobre 2018 pour un encours total de 3,75 milliards d'euros.
- Le 25 juin un autre abondement de 500 millions d'euros de la souche 0,5 % à échéance mai 2023 a été lancé. La souche émise en janvier 2015 pour un montant de 3 milliards offre désormais un encours total de 4,35 milliards d'euros.

Le fonctionnement

Pour mener à bien ses missions de gestion de la dette et de la trésorerie de l'État, l'AFT comporte une direction générale, un secrétariat général et les unités suivantes :

1. Cellule « trésorerie » :

- établissement des prévisions de trésorerie ;
- relations avec la Banque de France en tant que teneur du compte du Trésor ;
- relations avec les ordonnateurs et les comptables de l'État ;
- opérations de gestion de la trésorerie : emprunts et dépôts, prises et mises en pension de titres d'État.

2. Cellule « dette » :

- adjudications, syndications, réalisation des rachats ;
- relations avec les SVT ;
- opérations de gestion active de la dette ;
- promotion des valeurs du Trésor auprès des investisseurs.

3. Cellule « post-marché et suivi des risques » :

- instruction et règlement-livraison des opérations financières et transmission de l'ensemble de ces informations au service du contrôle budgétaire et comptable ministériel ;
- remboursement de la dette et paiement des coupons ;
- suivi des risques de crédit, de contrepartie et de règlement pour toutes les opérations financières ; gestion des appels de marge ;
- gestion de l'administration de la Caisse de la dette publique.

4. Cellule « recherche et stratégie » :

- analyse des opérations ;
- modélisation de propositions et vérification de leur pertinence, formulation de conditions d'optimisation ;
- suivi des groupes de travail internationaux.

5. Cellule « macroéconomie » :

- évaluation des implications sur les marchés de taux d'intérêt de la conjoncture macroéconomique et financière, des politiques budgétaires, monétaires et des débats relatifs aux politiques structurelles ;
- échanges avec les investisseurs et les acteurs de marché, en France et à l'étranger ;
- relation avec les agences de notation.

6. Cellule « OAT verte » :

- coordination du processus interministériel de sélection des dépenses vertes éligibles à l'OAT verte ;
- suivi de l'allocation des dépenses vertes et production du rapport d'allocation et de performance ;
- participation à la promotion et au rayonnement de l'OAT verte.

7. Cellule « informatique » :

- administration et exploitation du système d'information afin de mettre à disposition les outils informatiques nécessaires aux métiers de l'agence ;
- conduite des projets de mise en place de nouveaux logiciels et services ;
- suivi et application de la politique de sécurité des systèmes d'information et maintenance des ressources informatiques dans le cadre du plan de continuité d'activité.

8. Pôle « contrôle interne, conformité, politique des risques et affaires juridiques » :

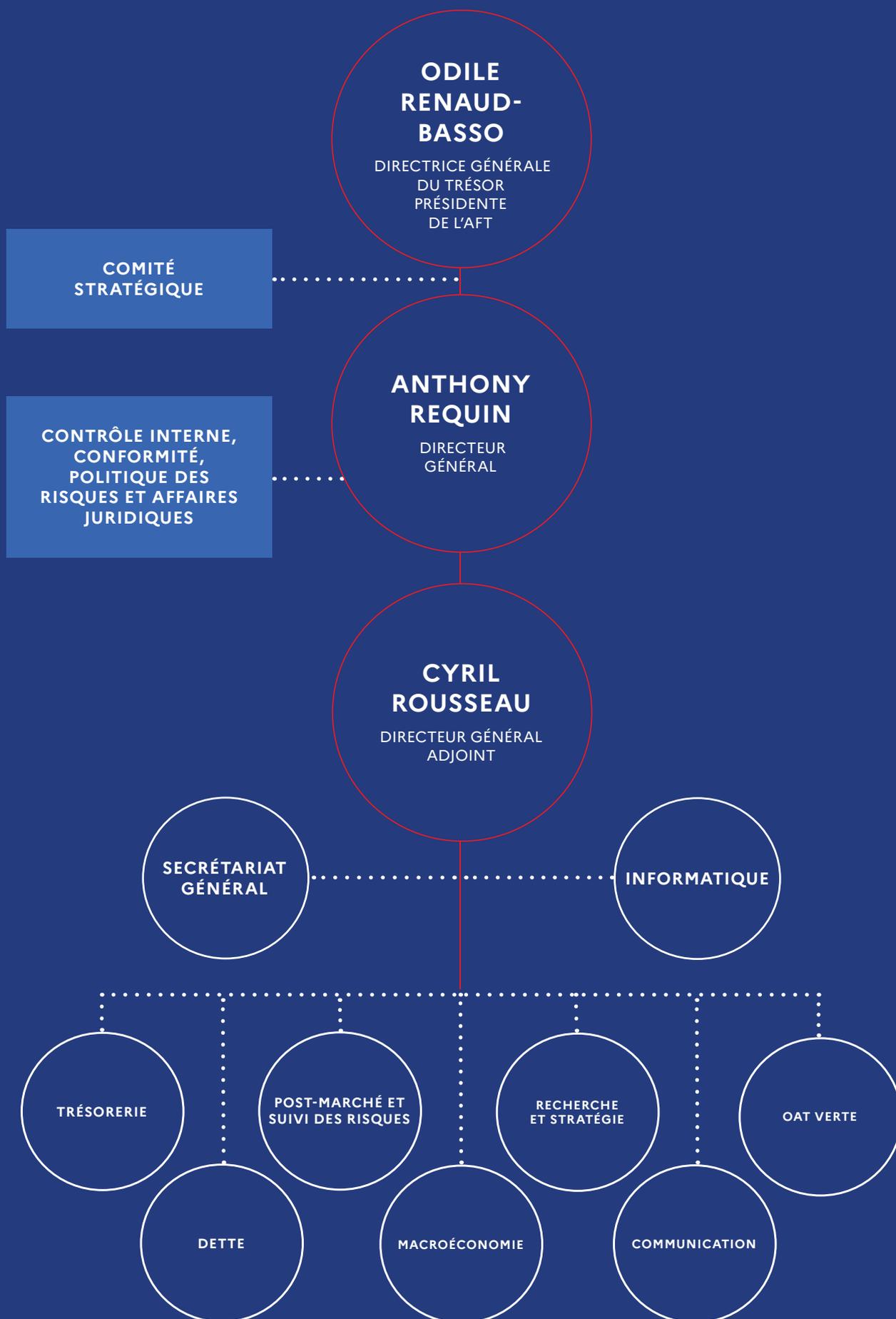
- mise en œuvre du contrôle interne des opérations, établissement du cadre général d'activité et de la cartographie des risques de l'AFT et de la CADES ;
- coordination des différentes missions d'audit, coordination et secrétariat du comité des risques de l'AFT ;
- contrôle des risques juridiques et de conformité pour l'AFT et les opérations de la CADES ;
- gestion des règles de déontologie pour les agents de l'AFT, définition de la politique de confidentialité de l'AFT, et suivi de leur mise en œuvre.

9. Cellule « communication » :

- communication externe : information des milieux financiers et de la presse sur l'activité et les missions de l'AFT et gestion de la communication événementielle ;
- communication interne : veille et collecte d'information, création d'outils de communication ;
- communication numérique : site internet et déploiement de la visibilité numérique de l'agence.



PRÉSENTATION DE L'AFT



Le comité stratégique

L'Agence France Trésor est assistée dans l'accomplissement de ses missions par le Comité stratégique, qui aux côtés des Spécialistes en Valeurs du Trésor, la conseille sur les grands axes de la politique d'émission de l'État. Doté d'un rôle consultatif, le Comité stratégique aide l'Agence France Trésor à traduire les principes de sa politique d'émission. Il est composé de personnalités françaises et internationales, ayant acquis par leurs parcours et leurs expériences, une connaissance approfondie du fonctionnement des marchés financiers, apportant ainsi à l'Agence France Trésor un spectre élargi de compétences et d'expertises.

Le rôle du Comité stratégique est en particulier de donner son avis sur les principes qui gouvernent la politique d'émission de l'État et la gestion de sa trésorerie, et de manière plus globale, sur toute question ayant trait à la vie de l'agence, ainsi que de se prononcer sur les évolutions souhaitables. Le Comité stratégique se réunit deux fois par an. C'est l'occasion de résumer l'activité passée de l'agence, en la replaçant dans son contexte conjoncturel, et d'exposer les hypothèses sur lesquelles l'agence va fonder son travail futur.

Composition du comité stratégique

Président



M. Jacques de LAROSIÈRE
Ancien Gouverneur de la Banque de France, ancien directeur général du FMI, président d'Eurofi

Membres



Marc-Antoine AUTHEMAN
Président du conseil d'administration d'Euroclear



Laurence BOONE
Cheffe économiste de l'OCDE



Günther BRAÜNIG
Membre du conseil d'administration de KfW



Satu HUBER
Directrice générale de Elo Mutual Pension Insurance Company



Assaad J. JABRE
Conseiller d'entreprises Ancien Vice-Président de la Société Financière Internationale (Groupe de la Banque Mondiale)



René KARSENTI
Président de l'International Capital Market Association (ICMA)



Hongyan LI
Directrice générale et directrice de l'information de la State Administration of Foreign Exchange (SAFE) Banque centrale de Chine



Chow-Kiat LIM
Directeur du Government of Singapore Investment Corporation (GIC)



Dino KOS
Directeur des Global Regulatory Affairs de CLS



Bertrand de MAZIÈRES
Directeur général des finances à la Banque européenne d'investissement (BEI)

Session de travail du comité stratégique de l'AFT. Au centre à gauche, Jacques de Larosière, président du comité stratégique.



Banque de France

L'ensemble des flux financiers (dépenses et recettes) de l'État, ainsi que des correspondants du Trésor, sont centralisés en temps réel sur un compte unique ouvert à la Banque de France dont la gestion est assurée par l'AFT. Ce compte unique retrace l'ensemble des mouvements financiers exécutés par plus de 5 000 comptables publics, intervenant chacun à travers un ou plusieurs comptes d'opérations.

Grâce à cette structure, la Banque de France offre à l'AFT une vision centralisée en temps réel du compte unique du Trésor, lui permettant d'établir des prévisions de dépenses et de financement à moyen et long terme et ainsi d'optimiser la gestion de la trésorerie de l'État.

Par ailleurs, l'Agence France Trésor recourt aux services de la Banque de France pour l'organisation pratique des séances d'adjudication de valeurs du Trésor ainsi que le contrôle du processus de règlement-livraison des titres adjudgés.

S'interposant entre l'AFT et les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), la Banque de France recueille les soumissions présentées par les SVT pour une séance d'adjudication, puis présente à l'AFT un tableau récapitulatif et anonyme des ordres, qui permet à l'AFT d'adjuger chacun des titres.

Pour mener à bien cette mission, la Banque de France a développé le système informatique dédié et hautement sécurisé TELSAT (Système de Télétransmission des soumissions aux adjudications du Trésor), utilisé par les SVT pour transmettre leurs offres, et par l'AFT pour adjuger les valeurs du Trésor.

Cette prestation de la Banque de France est assurée dans le cadre de conventions conclues avec l'AFT d'une part, et avec chacun des SVT d'autre part.



Les SVT

Les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT) sont les contreparties privilégiées de l'AFT pour l'ensemble de ses activités sur les marchés.

Ils conseillent et assistent l'agence sur sa politique d'émission et de gestion de la dette, et plus généralement sur toute question intéressant le bon fonctionnement des marchés.

La composition du groupe des SVT a évolué dans le temps. Au nombre de treize en janvier 1987, il s'est élargi à vingt-deux au début des années 2000 avant de compter quinze établissements lors de la dernière sélection. Ce groupe de SVT représente aujourd'hui la diversité des établissements actifs sur le marché des emprunts d'État français : grandes banques de réseau, établissements spécialisés, institutions d'origine française et étrangère.

Au 31 décembre 2019, le groupe des SVT est composé de 15 établissements issus de zones géographiques diverses, parmi lesquels quatre établissements français, deux allemands, trois britanniques, cinq nord-américains et un japonais, ce qui confirme le rôle central et l'attractivité des valeurs du Trésor français sur le marché de la dette en euros.

Les SVT ont la responsabilité de participer aux adjudications, de placer les valeurs du Trésor et d'assurer la liquidité du marché secondaire.

L'AFT entretient avec eux les relations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions :

- assurer le bon déroulement des émissions primaires ;
- garantir la meilleure liquidité du marché secondaire des valeurs du Trésor et le maintien de leur statut de valeurs parmi les plus liquides de la zone euro ;
- promouvoir le marché des valeurs du Trésor ;
- fournir un conseil continu et de qualité à l'AFT en matière de politique d'émissions, de gestion de la dette, de promotion de la signature de l'État, de couverture des risques financiers de l'État, de fonctionnement des marchés de taux.

Ces missions sont décrites dans une charte* qui encadre les relations entre l'AFT et les SVT dont ils sont signataires et qu'ils s'engagent à respecter. Ils s'engagent également à adopter un comportement éthique conforme aux meilleures pratiques de Place dans la conduite de leurs opérations.



* <https://www.aft.gouv.fr/fr/node/54>

Palmarès 2019 des SVT

Depuis 1999, le palmarès des SVT les plus actifs est publié chaque année. L'évaluation de l'activité des SVT prend en compte l'ensemble de leurs missions : la participation aux adjudications, la présence sur le marché secondaire, les aspects qualitatifs de la relation des SVT avec l'AFT (qualités opérationnelles et du conseil, proximité et stabilité de la relation avec l'AFT).

Classement général des établissements occupant les 10 premières places :

1



BNP PARIBAS

2



HSBC

3

EX AEQUO

CRÉDIT AGRICOLE
CORPORATE & INVESTMENT BANK

3

EX AEQUO

J.P.Morgan

5

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
Corporate & Investment Banking

6



NatWest Markets

7

Goldman
Sachs

8

Deutsche Bank



9



BARCLAYS

10

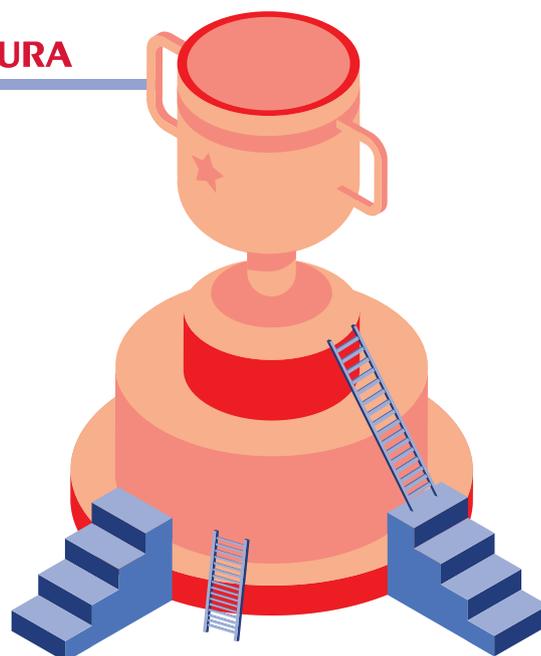
EX AEQUO

citi

10

EX AEQUO

NOMURA



Marché primaire :

Classement des 10 premiers établissements pour la participation aux adjudications et rachats :

1 BNP PARIBAS	2 HSBC	3 CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK	4 J.P.Morgan	5 SOCIETE GENERALE Corporate & Investment Banking
6 Goldman Sachs	7 citi	8 Deutsche Bank	9 BofA SECURITIES	10 Morgan Stanley

Marché secondaire :

Classement des 10 premiers établissements pour l'animation du marché secondaire des valeurs du Trésor :

1 J.P.Morgan	2 BNP PARIBAS	3 HSBC	4 CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK	5 SOCIETE GENERALE Corporate & Investment Banking
6 NatWest Markets	7 NOMURA	8 Deutsche Bank	9 BARCLAYS	10 Morgan Stanley

Pour la qualité des services fournis à l'AFT, classement des établissements occupant les 10 premières places :

1 CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK	2 EX AEQUO BNP PARIBAS	2 EX AEQUO SOCIETE GENERALE Corporate & Investment Banking	4 NATIXIS BEYOND BANKING	5 HSBC
6 BARCLAYS	7 J.P.Morgan	8 NatWest Markets	9 Deutsche Bank	10 EX AEQUO Goldman Sachs
10 EX AEQUO BofA SECURITIES				

Les relations investisseurs

Les relations avec les investisseurs : une priorité

En 2019, comme les années précédentes, l'AFT a fait de la qualité de ses relations avec les investisseurs une priorité. L'AFT assure la promotion des titres de l'État tout au long de l'année au travers de rencontres avec les investisseurs afin de maintenir ou de développer des relations de long terme. L'agence a ainsi rencontré 157 investisseurs (directeurs d'investissements, gérants de portefeuille, économistes...) lors d'entretiens, en France et à l'étranger.

Ces rencontres permettent de présenter la stratégie d'émission de l'État et les atouts techniques de la dette française, mais également de communiquer des éléments d'information pour une meilleure compréhension de la situation de l'économie française et européenne, de la politique économique et budgétaire et des réformes structurelles engagées. Elles sont aussi l'occasion de recueillir le point de vue des investisseurs sur la France et le marché de la dette, un retour d'information précieux pour les décideurs publics. Ce travail de fond, régulier, contribue à la perception favorable dont la France bénéficie auprès des investisseurs. La base d'investisseurs de la dette d'État est diversifiée tant au niveau des zones géographiques que des catégories.

La dette d'État est détenue par des investisseurs français à hauteur de 46,4 % au 31 décembre 2019 et par les investisseurs non-résidents à hauteur de 53,6 % dont une partie significative située au sein de la zone euro. Ces investisseurs sont des banques centrales, des fonds souverains, des gestionnaires d'actifs, des banques, des compagnies d'assurance ou encore des fonds de pension. Cette diversité est un élément de sécurité important permettant d'optimiser le coût de financement de l'État dans toutes les situations de marché. Au total, les conditions de financement inédites dont a bénéficié l'État en 2019, avec un taux moyen pondéré sur les émissions de dette à moyen et long terme à un taux de 0,11 %, traduisent la confiance des investisseurs dans la signature de la France et la qualité technique de la dette française.

Les déplacements effectués en 2019

L'AFT a effectué 19 déplacements dans 18 pays en 2019 pour promouvoir les valeurs du Trésor et le crédit de la France : Allemagne, Canada, Chine, Corée du Sud, Danemark, États-Unis, Finlande, France, Hong Kong, Italie, Japon, Malaisie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suède, Thaïlande.



157
INVESTISSEURS DE
19 NATIONALITÉS
DIFFÉRENTES
RENCONTRÉS



18
PAYS VISITÉS À
TRAVERS LE MONDE



53,6 %
DE LA DETTE
DÉTENUE PAR
LES INVESTISSEURS
NON-RÉSIDENTS



96 %
DES INVESTISSEURS
SONT SATISFAITS DU
FONCTIONNEMENT
DU MARCHÉ DE LA
DETTE FRANÇAISE

Sondage réalisé par IEM finance

Depuis 2002, l'Agence France Trésor effectue chaque année un sondage auprès des investisseurs pour apprécier leur jugement sur la dette française.

IEM Finance a réalisé cette seizième enquête en ligne auprès des clients des Spécialistes en Valeurs du Trésor du 9 septembre 2019 au 4 octobre 2019. Cette enquête porte sur la qualité de la relation commerciale et des services apportés par les SVT à leurs clients, ainsi que sur l'appréciation des clients sur le fonctionnement du marché de la dette française. En 2019, 221 investisseurs ont répondu au questionnaire, représentant la plupart des grands gestionnaires d'actifs, assureurs et de nombreuses institutions publiques, actifs sur la dette française.

La satisfaction des investisseurs quant au fonctionnement du marché de la dette française demeure très forte. Sur les investisseurs français, pour la troisième année consécutive, cette proportion atteint 100 % avec à nouveau une hausse significative de la proportion d'investisseurs qui se déclarent « très satisfaits » (58 % contre 49 % en 2018 et 40 % en 2017). Sur l'ensemble des investisseurs, la satisfaction est globalement stable sur trois ans : 96 % se déclarent « très satisfaits » ou « satisfaits » en 2019, contre respectivement 97 % en 2018 et 96 % en 2017.

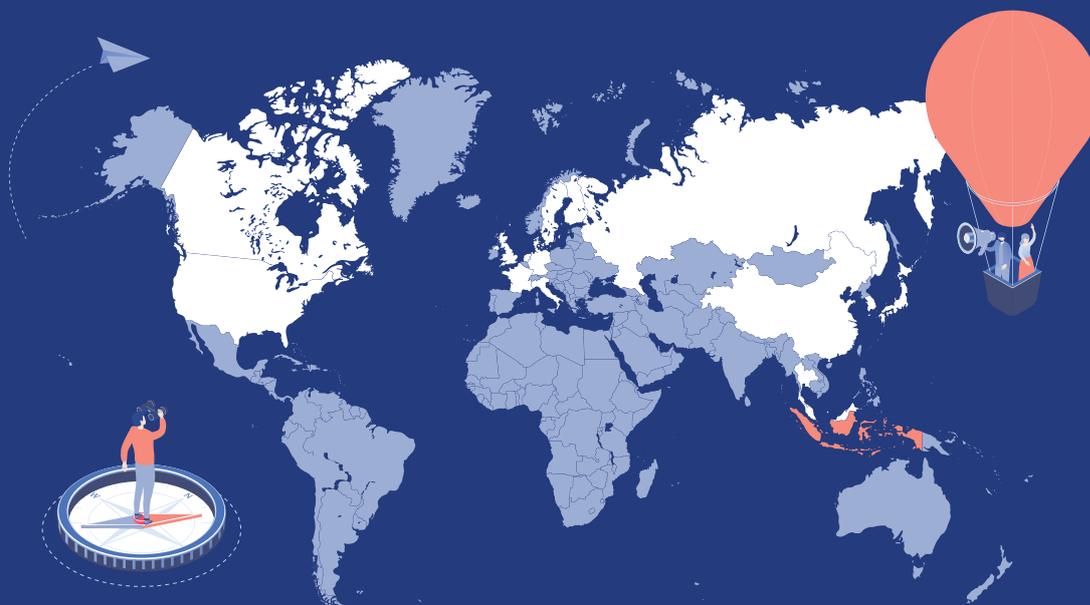
La liquidité des titres d'État français continue d'être très appréciée par les investisseurs, en particulier sur les BTF et sur les OAT. Sur ces deux produits, les investisseurs ont depuis 10 ans toujours été à plus de 80 % « satisfaits » ou « très satisfaits » de la liquidité.

Au-delà de l'information diffusée par l'AFT, la grande majorité des investisseurs (90 %) continue de se dire « satisfaite » de l'information qu'ils reçoivent des institutions publiques françaises en matière de politique économique et de finances publiques.

Les investisseurs approuvent à une très large majorité (95 % de « très satisfaits » ou « plutôt satisfaits ») la flexibilité de l'AFT dans le choix des titres à émettre, avec la réouverture d'anciennes lignes aux adjudications (*off-the-run*).

La part des investisseurs qui ont déjà acheté l'OAT verte 1,75 % 25 juin 2039 a augmenté de 10 points de pourcentage en 2019, passant de 31 % à 40 %. Ils l'ont achetée par syndication pour 60,7 % d'entre eux (contre 72 % en 2018) et/ou sur le marché secondaire pour 79 % (contre 64 % en 2018). Plus de la moitié (52 %) ont déclaré l'avoir achetée pour son caractère vert, ce qui confirme non seulement l'intérêt des investisseurs ESG¹ pour l'OAT verte mais aussi les qualités techniques de l'OAT verte qui sont semblables à celles des autres OAT.

¹ Critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.



POUR EN SAVOIR PLUS :

[Tuto : qui détient la dette française ?](https://bit.ly/2ApYyTB)

<https://bit.ly/2ApYyTB>



Légende



Pays visités



Pays d'origine d'investisseurs rencontrés hors déplacement dans le pays

Les groupes de travail internationaux publics de gestionnaires de la dette et de la trésorerie

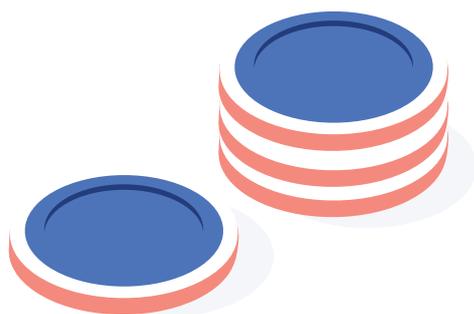
L'AFT représente la France au sein de différents groupes de travail sur la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État : l'ESDM, le WPDM de l'OCDE et le forum de la gestion de la dette publique du FMI.

L'ESDM (Union européenne)

Le *EFC sub-committee on EU sovereign debt markets* (ESDM) est un sous-groupe du Comité économique et financier de l'Union européenne. Il a pour mandat de coordonner les politiques d'émission (calendrier et montants comme prévus par les règlements de 2012), de préparer des positions communes des différents membres sur les sujets réglementaires, ainsi que des éléments techniques sur les sujets concernant le marché de la dette souveraine. Il permet également la diffusion d'information harmonisée sur les émissions des différents membres.

C'est au sein de ce groupe qu'ont été élaborées en 2012 les clauses d'actions collectives (CAC) sur les dettes souveraines en zone euro et qu'un travail de révision de ce régime juridique s'est engagé en 2019 (voir encadré page 19). Le groupe se réunit au moins trois fois par an à Bruxelles.

Site Internet :
<http://europa.eu/efc/about-sub-committee/>



Le Working Party on Debt Management (OCDE)

Le *Working Party on Debt Management* (WPDM) est un groupe de travail sur la gestion de la dette publique des pays de l'OCDE. Ce groupe permet aux gestionnaires d'échanger leurs vues, leurs expériences et leurs politiques. Il permet notamment la diffusion d'études permettant de comparer les modes de gestion des différents pays, ainsi que la publication de statistiques homogénéisées. Ce groupe se réunit deux fois par an, généralement à Paris.

Site Internet :
<http://www.oecd.org/finance/public-debt/>

Le forum de la gestion de la dette publique (FMI)

Ce forum se réunit une fois tous les deux ans en alternance entre Washington et une localisation au sein d'un pays membre du FMI et accueille l'ensemble des gestionnaires de la dette publique mais également des représentants du secteur privé, des institutions internationales et des régulateurs. L'objectif de ce forum est d'échanger sur les thématiques contemporaines de la gestion de la dette publique en lien avec l'évolution de l'environnement économique et réglementaire.

C'est au sein de ce groupe, et en collaboration avec la Banque mondiale, qu'ont été revues les bonnes pratiques pour la gestion de la dette publique, initiative prise par le G20 en 2013. L'édition 2014 a été organisée conjointement avec l'AFT à Paris. En 2019 ce forum s'est tenu à Tokyo.

Site Internet :
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/21/pr19232public-debt-management-forum-tackles-new-instruments-and-new-investors-in-sovereign-markets>

Le Forum des émetteurs publics

L'AFT participe également au Forum des émetteurs publics de la Banque mondiale qui est un forum annuel regroupant les hauts fonctionnaires des pays émetteurs sur les marchés des capitaux internationaux et les trésoriers des organisations supranationales pour partager leurs expériences en matière de gestion de la dette et d'échanger leur vision sur des sujets d'intérêt commun sur les marchés financiers. Environ une centaine de hauts responsables de la gestion de la dette d'une quarantaine de pays y participent. Le Département du Trésor de la Banque mondiale assure le secrétariat du forum. Un pays différent l'accueille chaque année. L'édition 2016 du Forum des émetteurs publics a eu lieu les 2, 3 et 4 mai au ministère de l'Économie et des Finances à Paris, alors que l'AFT était l'hôte de l'évènement. En 2019, ce forum s'est tenu à Reykjavik.

Site Internet :

<https://www.worldbank.org/en/events/2018/10/29/sovereign-debt-management-forum-2018-is-there-life-after-debt>

Le Public Sector Issuer Forum

L'AFT participe enfin au Forum des émetteurs publics européens dont le secrétariat est tenu par l'ICMA. Les rencontres ont pour but d'échanger sur les pratiques des émetteurs ainsi que sur les problématiques auxquelles l'écosystème dont ils font partie est confronté.

Site Internet :

<https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/primary-market-committees/public-sector-issuer-forum/>

LES CLAUSES D'ACTION COLLECTIVE

Les obligations souveraines ont des caractéristiques spécifiques et peuvent inclure des clauses d'action collective (CAC) visant à rendre leur éventuelle restructuration plus ordonnée et plus prévisible. Pour rappel, les CAC ont été incluses dans les accords de prêt et les contrats d'obligations depuis les années 1990 par plusieurs États. Ces clauses permettent à une "supermajorité" de créanciers de modifier les conditions de paiement essentielles du contrat, sur la base d'une proposition de l'émetteur, et de surmonter le problème posé à l'occasion d'une restructuration par des créanciers individuels récalcitrants. Si un refus d'obtempérer peut apporter aux créanciers des gains importants, il a des conséquences négatives importantes pour les pays débiteurs et, dans le pire des cas, peut compromettre le processus de restructuration. Les États membres de l'UE qui font partie de la zone euro ont décidé en 2011 d'inclure des CAC à double seuils d'agrégation des votes exprimés dans la dette souveraine émise à partir de 2013 (« CAC double-limb ») suivant la mise au point d'un nouveau standard international à l'initiative de l'ICMA, promu par le G20 et le FMI en 2014, l'Eurogroupe a proposé que les dirigeants de la zone euro travaillent à l'introduction de CAC à seuil unique d'agrégation des votes (« CAC single-limb »), dans le cadre de la réforme de la gouvernance de la zone euro <https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2018/12/04/eurogroup-report-to-leaders-on-emu-deepening>. Cet engagement a en conséquence été inscrit dans le projet de texte révisé du traité sur le Mécanisme européen de stabilité. Comme en 2012, c'est au sein du sous-groupe du Comité économique et financier, l'EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets (ESDM), qu'ont été élaborées ces clauses d'actions collectives (CAC) à seuil unique d'agrégation des votes. Ces CAC ont vocation à entrer en vigueur à compter du 1^{er} janvier 2022, une fois le nouveau traité du MES approuvé et mis en œuvre et concerneront l'ensemble des obligations émises à plus d'un an par les États membres de l'UE qui font partie de la zone euro.

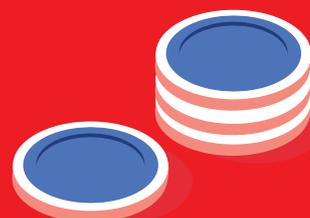


Rapport de gestion

Chiffres clés 2019

DURÉE DE VIE MOYENNE
DE LA DETTE AU 31.12.2019

8 ANS
63 JOURS



ENCOURS DE LA DETTE
NÉGOCIABLE AU 31.12.2019

1 823 MD€

TAUX MOYEN PONDÉRÉ POUR
LES ÉMISSIONS DE TITRES À TAUX FIXE
DE MOYEN ET LONG TERME

0,11 %



ENCOURS DE
CONTRATS
D'ÉCHANGE DE TAUX
AU 31.12.2019

1 MD €



DÉTENTION DE LA DETTE
NÉGOCIABLE PAR LES NON-
RÉSIDENTS AU 31.12.2018 EN
VALEUR DE MARCHÉ

53,6 %

Faits marquants de l'année 2019



18 JANVIER

Création de l'OAT 0,00 % 25 février 2022, nouveau titre de référence 3 ans.

19 FÉVRIER

Lancement par syndication de l'OAT 1,50 % 25 mai 2050 pour un volume émis de 7 Md€ et un livre d'ordre de 31 Md€. L'opération enregistre un plus bas taux de rendement à l'émission (1,609 %) pour une OAT 30 ans lancée par syndication.

01 MARS

Création de l'OAT 0,50 % 25 mai 2029, nouveau titre de référence 10 ans.



24 JANVIER

Annonce du montant de 8 Md€ des dépenses vertes éligibles auxquelles seront adossées les potentielles émissions de l'OAT verte (OAT 1,75 % 25 juin 2039) pour l'année 2019.

15 MARS

Création de l'OAT€i 0,10 % 1 mars 2029, nouveau titre de référence 10 ans indexé sur l'inflation de la zone euro.

12 AVRIL

Création de l'OAT 0,00 % 25 mars 2025, nouveau titre de référence 5/6 ans.

27 FÉVRIER

Publication du palmarès 2018 des Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT).





16 AVRIL

L'Agence France Trésor lance son nouveau site internet en japonais.

08 OCTOBRE

L'Agence France Trésor lance son nouveau site internet en chinois.

28 NOVEMBRE

Publication du second rapport d'impact de l'OAT verte sous l'égide de son conseil d'évaluation indépendant, portant sur la subvention publique à Voies navigables de France.

27 SEPTEMBRE

L'AFT annonce que le montant prévisionnel de son programme de financement pour l'année 2020 dans le cadre du projet de loi de finances 2020 est fixé à 205 Md€.

19 JUILLET

Publication du second rapport d'allocation et de performance des dépenses de l'OAT verte pour l'année 2018, conformément aux engagements de transparence pris lors du lancement de l'obligation verte.

08 NOVEMBRE

Résultats de la 17^e enquête auprès des clients des Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), réalisée par IEM Finance : la satisfaction des investisseurs sur le fonctionnement du marché français de la dette d'État reste élevée puisque 100 % des investisseurs français et 96 % de l'ensemble des investisseurs se déclarent « très satisfaits » ou « satisfaits » en 2019.

11 DÉCEMBRE

L'AFT annonce son programme indicatif de financement pour l'année 2020.

27 SEPTEMBRE

Création de l'OAT 0,00 % 25 novembre 2029, nouveau titre de référence 5/6 ans.



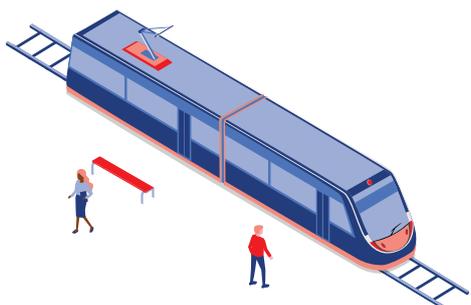
Tableau de financement de l'État 2019

EN MILLIARDS D'EUROS	2019
BESOINS DE FINANCEMENT	
Amortissement de la dette à moyen et long terme	130,2
Dont amortissement de la dette à moyen et long terme (nominal)	128,9
Dont suppléments d'indexation versés à l'échéance (titres indexés)	1,3
Amortissement de la dette reprise de SNCF Réseau	0,0
Amortissements des autres dettes	0,0
Déficit à financer	92,7
Autres besoins de trésorerie	-2,4
TOTAL	220,5
RESSOURCES DE FINANCEMENT	
Émission de dette à moyen et long termes nette des rachats	200,0
Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement	0,0
Variation nette de l'encours des titres d'État à court terme	-6,0
Variation des dépôts des correspondants	11,5
Variation des disponibilités du Trésor	-5,7
Autres ressources de trésorerie	20,6
TOTAL	220,5

Source : projet de loi de règlement pour 2019

Reprise partielle de la dette de SNCF Réseau par l'État

La reprise par l'État de 35 milliards d'euros (Md€) de dette SNCF s'opérera en deux phases : 25 Md€ inscrits en la loi de finances 2020, et 10 Md€ en 2022. Cette mesure a pour objectif d'assainir substantiellement la charge financière de SNCF Réseau. La reprise par l'État est juridiquement effective depuis le 1^{er} janvier 2020. Le premier flux de remboursement vers SNCF Réseau a eu lieu comme prévu le 16 janvier 2020. Le dernier flux interviendra au mois d'août 2119.



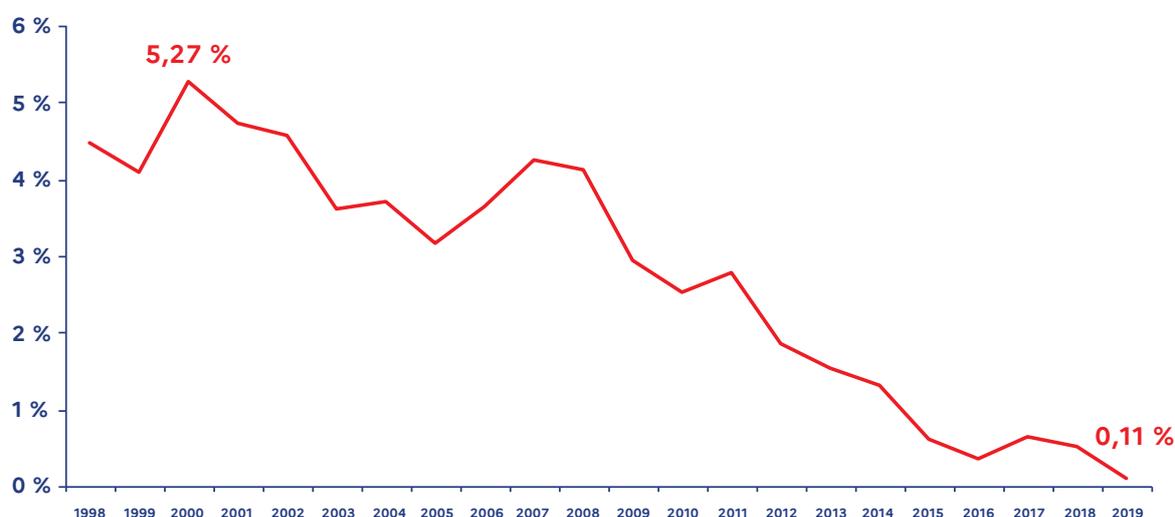
Un mécanisme de prêts dits miroirs via la Caisse de la dette publique (CDP) a été retenu. Deux contrats de prêts croisés ont été conclus entre la SNCF et la CDP, aux caractéristiques financières (maturités, conditions d'intérêt, bases de calculs, etc.) exactement symétriques. Puis, l'État s'est substitué à SNCF Réseau comme débiteur de la CDP, par une opération de novation des contrats, allégeant l'entreprise de la dette correspondante. Par cette opération, la SNCF ne se retrouve que créancière de la CDP. **Les relations entre la SNCF et ses débiteurs sont inchangées. Chaque flux de remboursement de la SNCF donne lieu à un flux en amont de l'État vers la CDP puis de la CDP vers la SNCF.** Les 400 contrats de dette de la SNCF envers ses créanciers, comportant des lignes de dettes en dix devises différentes couvertes par des instruments financiers dérivés à terme, ont été agrégés en 123 lignes de prêts synthétiques reprises par l'État. En 2020, le montant des amortissements de la dette SNCF Réseau reprise par l'État s'établit à 1,8 Md€.

Évolution des taux

Taux moyen pondéré sur les émissions de dette à moyen et long terme

Évolution des taux de 1998 à 2019

Taux pondéré sur les émissions de dette à moyen et long terme



Source : Agence France Trésor

La France a continué à bénéficier de conditions de financement exceptionnellement basses pour la dette de l'État en 2019.

Le montant en nominal des emprunts bruts à moyen et long terme émis en 2019 a atteint 245,6 milliards d'euros répartis entre 228,3 milliards d'euros d'obligations à taux fixe (OAT) et 17,3 milliards d'euros d'obligations indexées sur l'inflation (OATi et OAT€i).

Le taux moyen des émissions de dette à moyen et long terme (hors titres indexés à l'inflation) est ressorti à 0,11 % en 2019 à comparer à 0,53 % en 2018 et 0,65 % en 2017. Cette moyenne ressort à 4,15 % sur la période 1998-2008 et à 1,75 % sur la période 2009-2016.



2019, une année de records pour l'Agence France Trésor

18 JUIN

Pour la première fois de son histoire, le taux du titre de référence français à 10 ans est passé en territoire négatif sur le marché secondaire, dans le sillage de la baisse généralisée des taux souverains en zone euro consécutive aux déclarations de Mario Draghi lors du Forum de la Banque centrale européenne à Sintra.

19 FÉVRIER

Syndication record de l'OAT 1,50 % 25 mai 2050

Volume émis de 7 Md€ et un livre d'ordres de 31 Md€ (deux métriques égalées lors de la précédente syndication d'une maturité 30 ans réalisée le 16 mai 2017) :

- Plus bas taux de rendement à l'émission (1,609 %) pour une OAT 30 ans lancée par syndication dans l'histoire de l'AFT ;
- Record 2019 d'émission d'un titre à 30 ans créé dans l'année : son encours a atteint 24,3 Md€ à fin 2019.

15 ET 28 AOÛT

Passage de l'OAT 4,00 % 2038 et de l'OAT 1,75 % 2036 en territoire négatif sur le marché secondaire.

05 SEPTEMBRE

Le titre à 10 ans s'adjuge au taux inédit de -0,36 %.
Le titre de référence à 15 ans est adjugé à -0,03 %.

31 DÉCEMBRE

Record historique quant au taux moyen du financement de l'État :
en 2019, le coût de financement des émissions nominales de dette à moyen et long terme est demeuré à un plus bas historique, à un taux moyen de 0,11 % sur l'année.

Environnement économique et financier : un retournement du cycle en début d'année

Un environnement macro-financier marqué par un ralentissement économique mondial synchronisé sous l'effet...

...de la délicate résolution du différend commercial sino-américain

L'année 2019 s'est ouverte sur un retournement marqué des anticipations des acteurs de marché consécutif à l'achoppement des négociations commerciales sino-américaines durant le dernier trimestre 2018, sur fond de tensions bilatérales croissantes. La remise en cause induite du scénario anticipant une normalisation de l'économie mondiale, pourtant consensuelle sous l'effet de la communication persistante des banques centrales en ce sens, s'est traduite par une correction boursière marquée en deux étapes, au cœur de l'automne puis au tout début de l'hiver.

Les pourparlers commerciaux entre la Chine et les États-Unis ont pour autant continué de se tendre, en raison de la ténacité des deux parties à la négociation, pour finir par atteindre leur paroxysme dans le courant de l'hiver 2019. C'est seulement à partir du printemps 2019 qu'un sentier de résolution a finalement été progressivement trouvé, pour partie en raison des risques économiques et financiers découlant de l'impasse. Il a conduit à la conclusion d'un accord dit de « phase un » qui n'a apporté qu'une résolution, jugée partielle mais satisfaisante, du différend à compter de l'automne 2019.

...et des défis de politique économique, sur le plan monétaire en particulier

L'intensification des tensions géopolitiques entre Chine et États-Unis et l'aversion au risque revenue sur les marchés financiers se sont mutuellement nourries dans une boucle auto-alimentée intimement liée au déroulement des négociations elles-même. Ainsi, les économies les plus exposées au cycle industriel mondial, Allemagne et Japon en particulier, se sont trouvées soudainement confrontées aux risques de rupture des chaînes de production mondiales, un choc de « dé-mondialisation » auquel les négociations sino-américaines, quel que soit leur résultat, semblaient conduire inéluctablement. Ce cycle de négociations a ainsi progressivement alimenté les craintes de récession apparues dès l'entame de l'année 2019, plaçant les autorités monétaires des économies avancées en première ligne, en l'absence de réaction attendue ou annoncée sur le plan budgétaire. Ces craintes ne se sont finalement pas matérialisées, pour laisser la place à un ralentissement mondial synchronisé. En effet, elles ont amené les banques centrales à profondément modifier leur communication, afin de préparer le terrain à un rééquilibrage progressif de leur politique dans un sens accommodant (cf. *infra*).

Face aux risques de baisse prolongée de l'inflation, la BCE s'est résolue à renforcer son arsenal accommodant (taux directeurs et mesures bilancielle)

Alors qu'elle emboîtait le pas de la Réserve fédérale en s'engageant elle aussi dans un processus de normalisation, au moins partielle, de sa stratégie monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) s'est trouvée confrontée à une baisse continue de l'inflation en zone euro à compter de la fin 2018. De fait, après un pic à 2,1 % – soit légèrement au-dessus de la cible – l'inflation a reculé de 1,4 point de pourcentage en l'espace d'un an, pour ne reprendre son mouvement de hausse qu'une fois le changement de politique monétaire annoncé et effectif.

La BCE s'est ainsi trouvée devoir opérer un revirement stratégique d'ampleur afin de contenir le risque d'ancrage des anticipations de marché sur une inflation durablement faible. En effet, l'inflation sous-jacente évoluait, quant à elle, autour d'une moyenne de 1 %, nettement plus faible que sa cible de 2 %. Le risque de transmission de la tendance baissière de l'inflation courante à son équivalent sous-jacent a ainsi vraisemblablement justifié, aux yeux de la BCE, un changement de cap particulièrement net, afin d'éviter de se trouver en porte-à-faux et, *in fine*, à court d'options de politique (cf. *infra*).



L'économie française s'est montrée résiliente face au ralentissement mondial à raison de sa moindre exposition industrielle et de ses réformes structurelles

Une conjoncture préservée par la demande intérieure, des ménages notamment

En 2019, l'activité en France a poursuivi le ralentissement entamé au cours de l'année précédente (cf. graphique 1), à mesure de l'atténuation des vents favorables externes, les facteurs de soutien domestiques prenant le relais des exportations nettes et des stocks. L'écart de production positif enregistré en 2017 et 2018 s'est ainsi progressivement résorbé, de sorte que la croissance du PIB, à 1,2 %, s'est inscrite à un niveau proche de la croissance potentielle de l'économie française. De fait, sous l'effet notamment des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages, intervenues à l'hiver puis au printemps 2019, la dépense de consommation des ménages a regagné en vigueur, après un creux enregistré en 2018.

Parallèlement, l'investissement des entreprises et des ménages s'est inscrit dans le prolongement du dynamisme enregistré en 2018, tandis que la contribution des exportations nettes s'est rétractée, sous l'effet principalement du ralentissement concomitant de la croissance du commerce mondial. La dégradation des perspectives de croissance mondiale s'est traduite, en toute fin d'année, par une accentuation du déstockage engagé depuis le printemps par les entreprises, sur fond de ralentissement de la demande extérieure notamment.

Les premiers effets positifs du paquet de réformes structurelles engagées en 2017

Au-delà de ces évolutions conjoncturelles, les réformes structurelles engagées en 2017 ont continué de produire, en 2019, leurs effets observés dès 2018. Les entreprises ont, en particulier, continué de regagner en compétitivité ainsi qu'en témoigne la remontée de leur taux de marge d'exploitation débutée l'année précédente, pour s'établir à près de 33 % (cf. graphique 2). C'est probablement un facteur favorable au dynamisme de l'investissement des entreprises non-financières, dont rend compte la poursuite de la résorption progressive de l'écart de coûts unitaires salariaux avec l'Allemagne et la zone euro.

En effet, la modération des salaires réels, qui ont évolué en moyenne en ligne avec les gains de productivité depuis 2017 (cf. graphique 3), a ainsi pu contribuer à la poursuite des créations d'emplois manufacturiers, observée depuis cette même date, dans un secteur particulièrement exposé à la concurrence internationale. De même, alors qu'à 8,1 %, le taux de chômage est revenu à son niveau d'avant la crise financière, la croissance des salaires, y compris en bas de l'échelle de distribution, a très certainement aussi contribué à soutenir la demande des ménages, tout en ne faisant pas obstacle à des gains de productivité globaux.

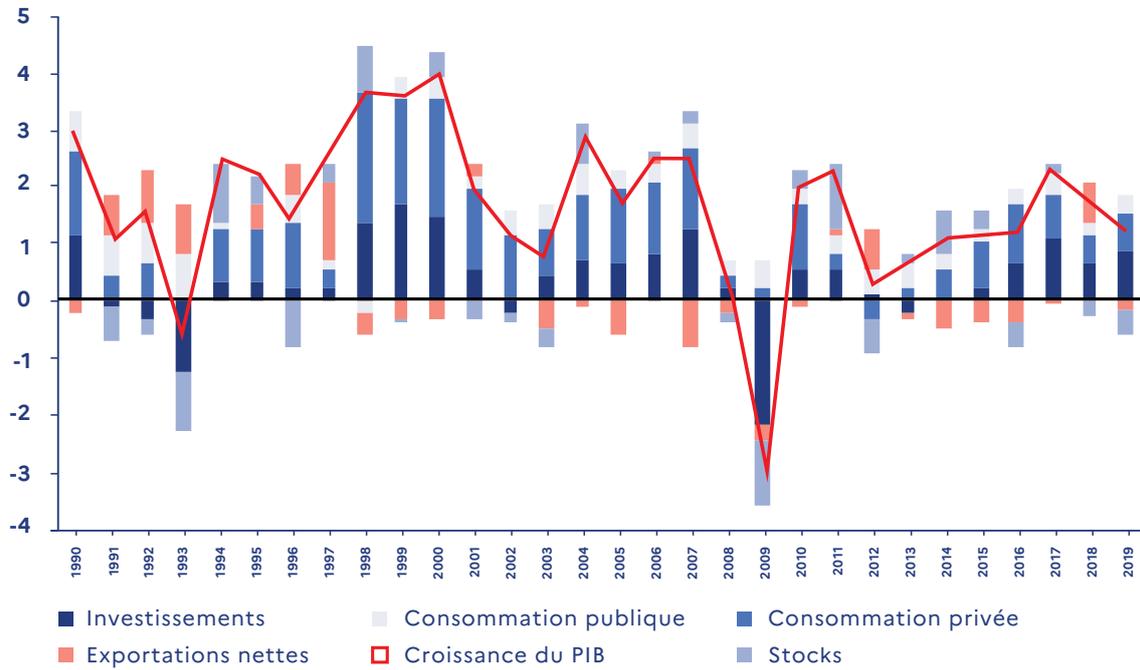
UNE ESTIMATION DES GAINS DE PIB PAR TÊTE DES RÉFORMES STRUCTURELLES

Dans son analyse des performances de l'économie française réalisée en 2019, l'OCDE estime que le paquet de réformes structurelles engagées en 2017 devrait produire un accroissement du PIB par tête de l'ordre de 3,2 % sur une période de dix ans.

Une petite moitié de ces gains anticipés devrait provenir de la réforme du marché du travail mise en œuvre en 2017-18, à raison d'une plus grande flexibilité de la protection des emplois, d'un moindre degré d'extension des accords salariaux de branche et d'un meilleur ciblage des dépenses de formation tout au long de la vie. À titre d'illustration, l'OCDE estime que la flexibilité de la protection des contrats à durée indéterminée et des licenciements individuels a été significativement améliorée, son indicateur chiffré passant de 3,50 en 2013 à 2,75 en 2018.

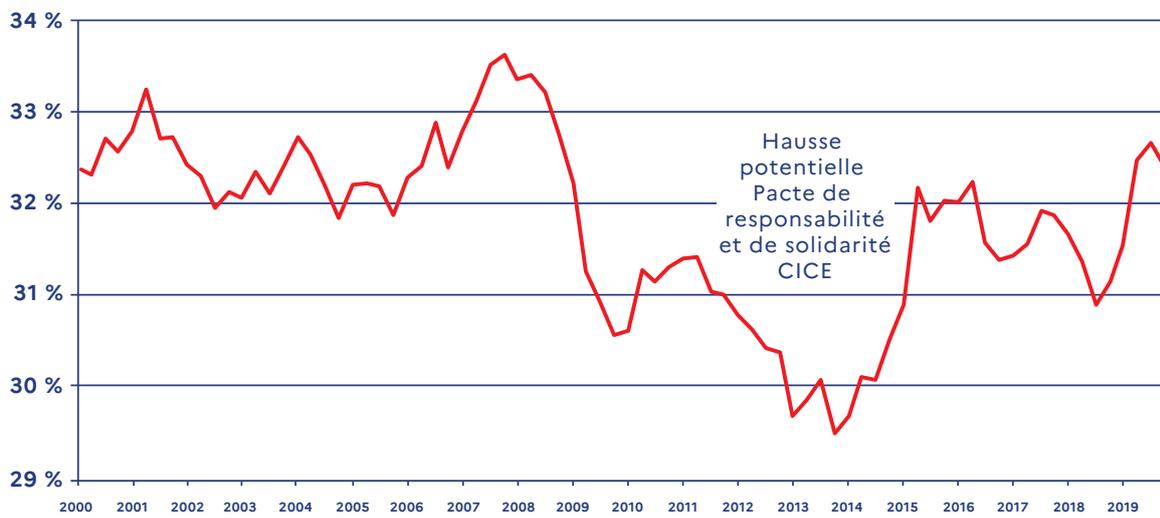
Une autre moitié de ces gains de PIB par tête attendus des réformes structurelles est imputée aux mesures fiscales (réduction du coïncidence fiscale, réduction de la taxation du capital, amélioration des prestations liées à l'emploi) ainsi que des réformes des marchés de biens et services (réforme de la loi sur les faillites, dispositif d'incitation à la participation des salariés). Ces effets devraient bénéficier essentiellement au bas de la distribution des revenus et provenir pour deux tiers de l'accroissement de l'emploi, le tiers résiduel reflétant les gains de productivité attendus.

1. France : contributions à la croissance annuelle du PIB



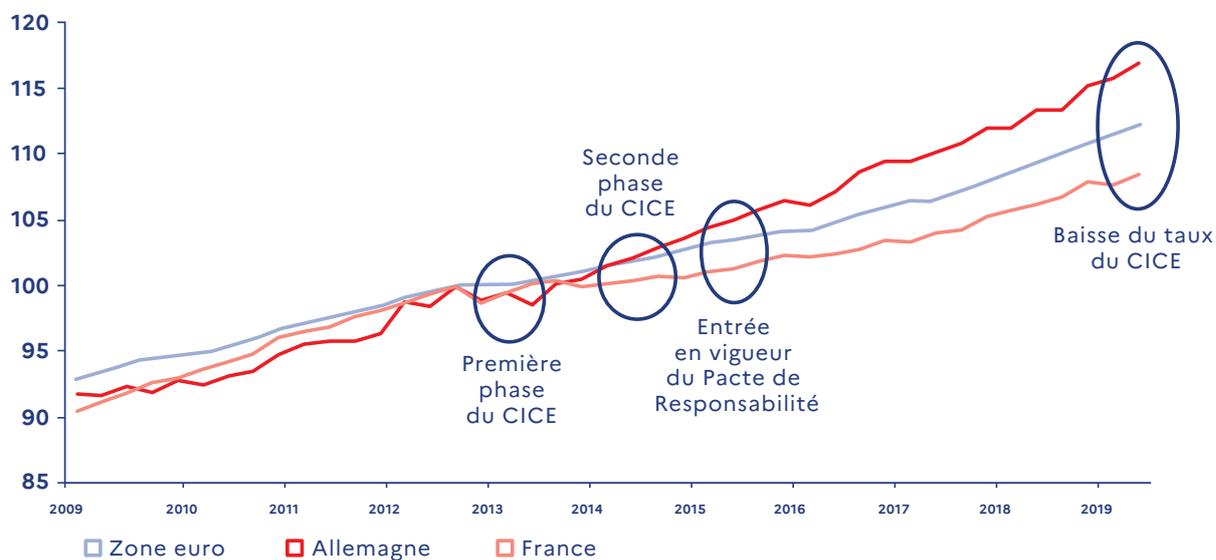
Source : INSEE

2. Taux de marge des sociétés non-financières

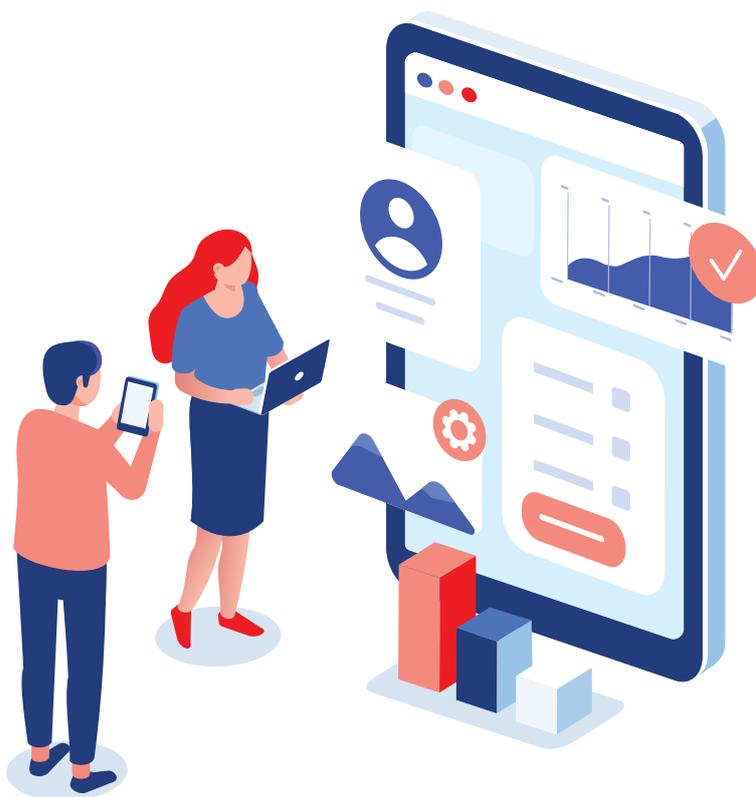


Source : INSEE

**3. Indices du coût de travail
(industrie, construction et services)**



Source : Eurostat



Une convergence des politiques monétaires destinée à amortir le ralentissement mondial synchronisé en l'absence de soutien budgétaire

La Banque centrale européenne (BCE) : un nouveau cycle d'assouplissement

Après avoir annoncé le lancement d'un troisième programme de prêts à long-terme pour le système bancaire européen (opérations ciblées de refinancement de long terme, *Targeted Longer-Term Refinancing Operations [TLTRO]*), la BCE a, dès le mois de juin 2019, infléchi sa communication. Quelques jours après le Conseil des Gouverneurs de juin, l'intervention de Mario Draghi à Sintra a laissé anticiper une nouvelle série de mesures accommodantes. Cette affirmation s'est matérialisée par la mise en place, en septembre 2019, d'un nouveau paquet de mesures incluant une baisse du taux de la facilité de dépôt de 10 pb (à -0,50 %) accompagné de mesures compensatrices pour les banques (« *tiering* » ou étagement de la rémunération des réserves), un nouveau programme d'achats d'actifs d'un montant mensuel net de 20 milliards d'euros (Programme d'achat d'actif de la banque centrale européenne, "ECB's *Asset purchase programme, EAPP 2*") ainsi que la possibilité de procéder à d'autres baisses de taux.

Enfin, l'arrivée de Christine Lagarde à la tête de la Banque centrale européenne en novembre 2019 a ouvert la porte au lancement d'une revue stratégique de la politique monétaire de la BCE dans le but d'évaluer, sur l'ensemble de l'année 2020, l'efficacité de l'ensemble des outils utilisés par la BCE et de redéfinir la stabilité des prix.

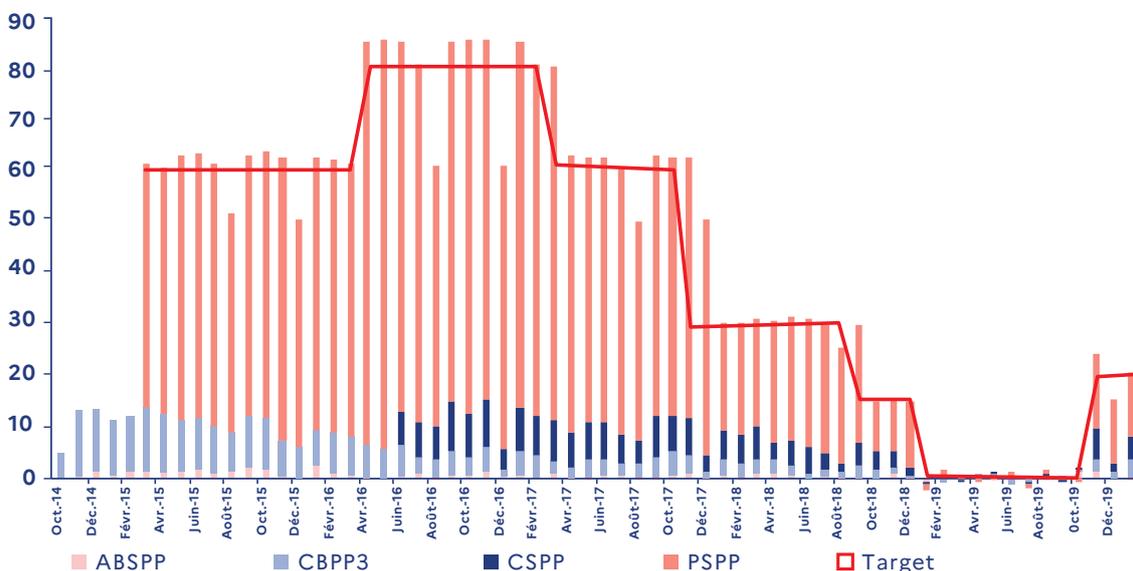
UNE REVUE STRATÉGIQUE POUR EXAMINER LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE FOND EN COMBLE

Cet exercice, le premier depuis 2003, a pour ambition de se concentrer, en premier lieu, sur la formulation quantitative de l'objectif de stabilité des prix, le cœur du mandat de la BCE, de même que sur les approches et instruments à mettre au service de sa réalisation. Il est également appelé à se pencher sur les autres objectifs poursuivis par la BCE, parallèlement à celui de stabilité des prix, au nombre desquels figurent la stabilité financière, l'emploi et l'environnement.

Concernant les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire, la BCE s'attachera aussi à évaluer l'efficacité et les possibles effets indésirables des outils de politique monétaire développés durant la décennie écoulée, depuis la crise financière. Elle se penchera également sur la rénovation des analyses économiques et monétaires qui sous-tendent traditionnellement les décisions de politique monétaire, ainsi que leur communication aux médias et au grand public.

Enfin, Christine Lagarde s'est inscrite résolument dans le débat relatif à l'articulation des politiques monétaire et budgétaire, un thème de premier plan entré dans le débat public en 2019.

Programme d'achats d'actifs de la BCE Flux mensuels nets, en milliards d'euros



Source : BCE

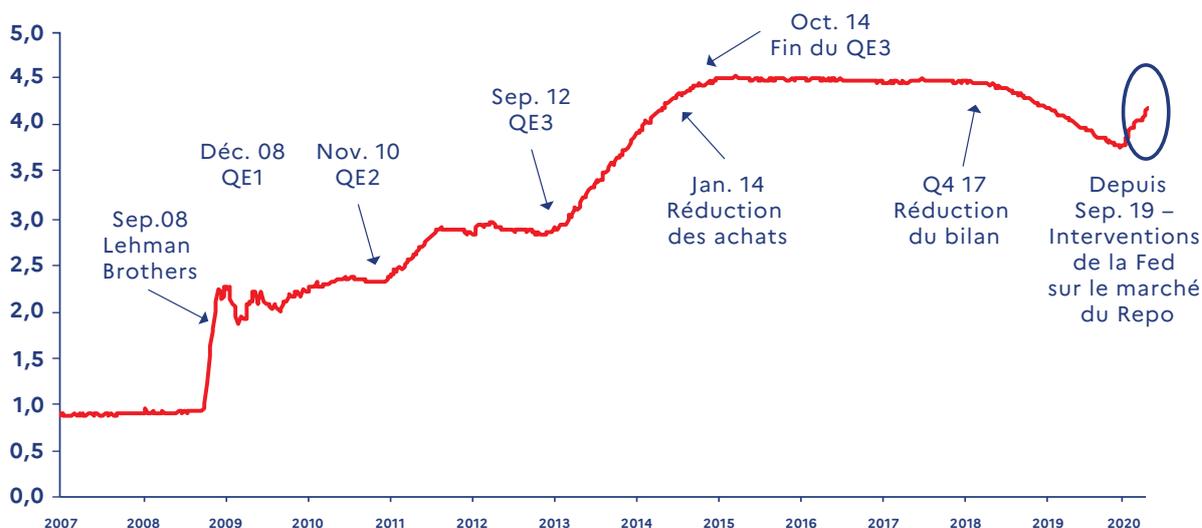
La Réserve fédérale (Fed) : faire face à la dégradation des perspectives économiques

Le début de l'année 2019 s'est caractérisé par un franc revirement de la part de la Fed. Alors que cette dernière s'engageait résolument dans la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire (par le biais de la réduction progressive de ses réinvestissements de tombées de titres figurant sur son bilan et des hausses de taux directeurs), la dégradation du contexte international et l'affaiblissement des pressions inflationnistes et des anticipations de marché associées ont conduit les membres du FOMC ainsi que les participants de marché à anticiper des baisses de taux directeurs dès le mois de juin 2019.

C'est ce qui s'est produit au troisième trimestre de l'année : la Fed a procédé à deux baisses de taux (« *Fed funds* ») afin de répondre aux incertitudes qui pesaient sur les perspectives économiques américaines, au prix d'un conseil de politique monétaire beaucoup plus divisé. Au dernier trimestre 2019, l'amplification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et ses conséquences sur la santé du secteur manufacturier américain ont conduit la Fed à procéder à une troisième baisse de ses taux directeurs pour s'établir fin 2019 à [1,75 % - 2 %].

Enfin, alors que son bilan poursuivait sa décrue, entamée à la fin de l'année 2017, sur « pilote automatique », la pénurie de liquidité banque centrale sur le marché interbancaire, à l'automne 2019, a conduit la Fed à intervenir massivement et à procéder à une nouvelle expansion de son bilan depuis la fin du troisième programme d'achat d'actifs pour stabiliser le marché de la monnaie banque centrale.

Bilan de la Réserve fédérale depuis 2007



Source : Bloomberg

La Banque d'Angleterre (BoE) : le statu quo dans l'attente du dénouement du Brexit

La Banque Centrale d'Angleterre a été très attentive aux développements politiques survenus au Royaume-Uni, dans un contexte incertain quant à la réalisation du Brexit puis sur fond de campagne électorale en fin d'année. Après avoir débuté l'année avec l'objectif principal de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire, la BoE a également changé le ton de son discours suite aux élections législatives en faveur de Boris Johnson (qui a acté le Brexit à la fin du mois de janvier 2020).

Au final, la Banque d'Angleterre aura opté pour le *statu quo* en 2019, avec un taux directeur à 0,75 % et un stock de dette figurant sur son bilan inchangé, à respectivement 435 milliards £ de dette souveraine et 10 milliards £ de dette privée.

La Banque du Japon (BoJ) : une politique monétaire toujours ultra-accommodante

De la même manière, la Banque du Japon a opté pour le *statu quo* en 2019 et poursuivi sa politique de ciblage de la courbe des taux (ou "*yield curve control*") : ciblage (i) des taux courts à des niveaux légèrement négatifs et (ii) des taux longs à 0 %, sur fond de soutien budgétaire modéré.

Toutefois, dès le troisième trimestre de l'année 2019, la BoJ a annoncé examiner les développements de l'activité économique du pays ainsi que ceux des prix afin de mettre en place, si nécessaire, de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif pour atteindre la cible d'inflation de 2 %, continuant d'appeler à un soutien plus franc de la part de la politique budgétaire au besoin.

La Banque populaire de Chine (PBoC) : une politique monétaire particulièrement activiste

S'efforçant de stabiliser l'économie chinoise en l'absence de véritable soutien budgétaire, la Banque populaire de Chine (PBoC) s'est engagée dans un cycle d'assouplissement prenant la forme essentiellement d'injections de liquidités directes (au titre de ses dispositifs de soutien au crédit) et indirectes (réductions du taux de réserves obligatoires auquel sont soumises les banques).

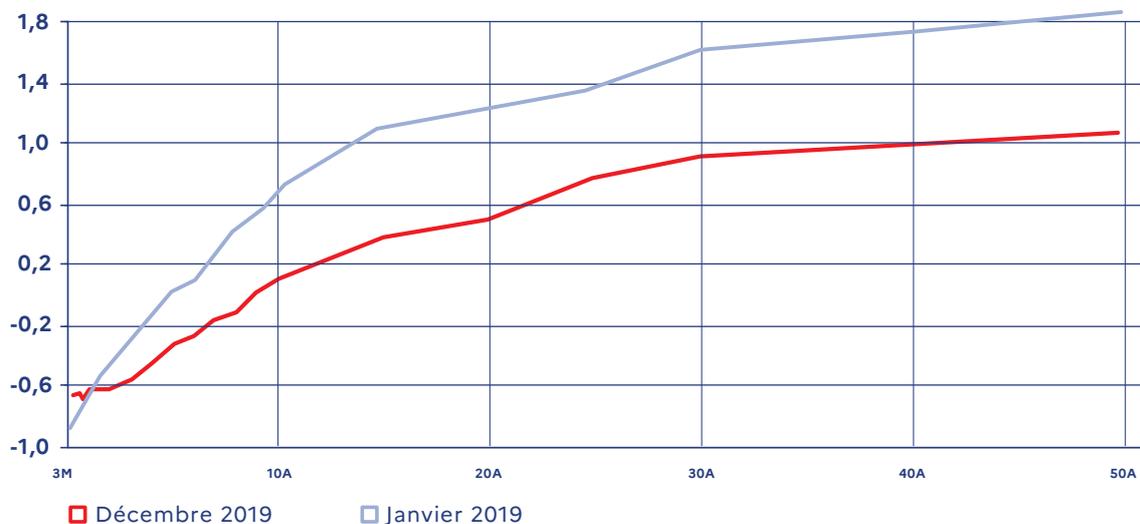
Elle a conduit en parallèle un processus de nettoyage des excès de crédit dans les bilans des entreprises publiques et privées, notamment ceux issus du secteur bancaire informel ("*shadow banking*"). Enfin, elle a continué de gérer activement le taux de change du yuan qui, après s'être déprécié continûment au fil des négociations commerciales sino-américaines, a fini par se redresser en fin d'année 2019.

La poursuite d'un environnement de taux bas a perpétué des conditions d'emprunt favorables à l'ensemble des agents, privés comme publics

Aux États-Unis, au début de l'année, la baisse des taux longs conjuguée à la hausse des taux courts (conséquence du relèvement de ses taux directeurs par la Fed au dernier trimestre 2018) a conduit à plusieurs épisodes d'inversion de la courbe des taux. En zone euro, l'annonce des « *TLTRO* » et le renforcement de la "*Forward Guidance*" (communication avancée) ont aussi compressé les rendements souverains. Par ailleurs, ces baisses ont été accentuées par les développements entourant les négociations commerciales entre États-Unis et Chine et l'affaiblissement de l'économie mondiale.

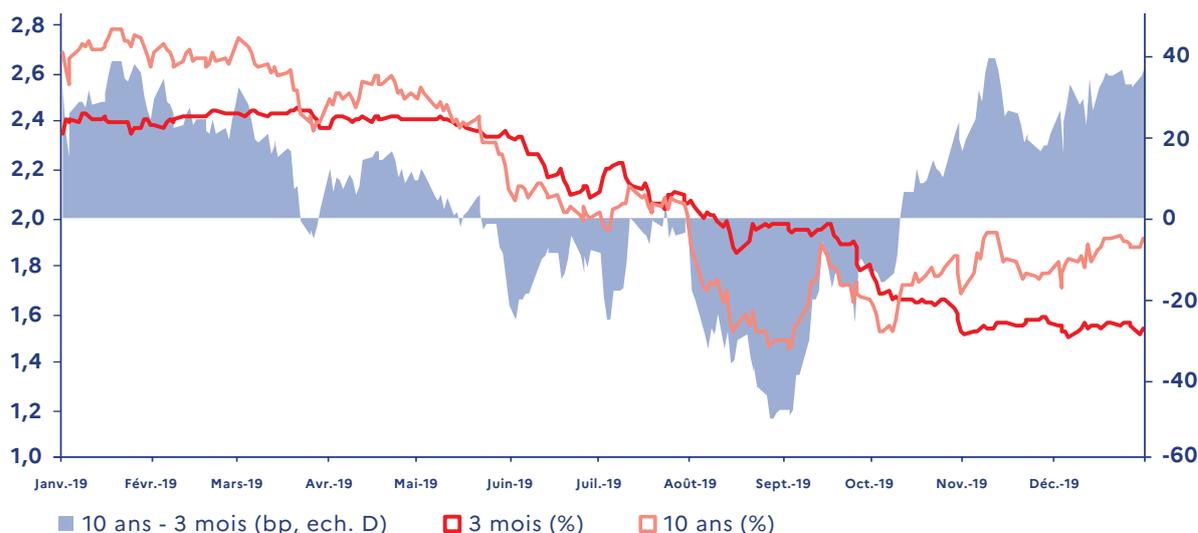
La remontée soudaine de l'aversion pour les risques au troisième trimestre 2019 a conduit à une répétition du phénomène d'inversion de la courbe des taux américaine. À la fin de l'année 2019, la perspective de la signature de la première phase d'un accord commercial sino-américain a généré un mouvement d'optimisme sur les marchés, se traduisant par une remontée générale des taux souverains aussi bien aux États-Unis qu'en zone euro.

Courbe des taux souverains en France



Source : Bloomberg

Taux à 3 mois et 10 ans aux États-Unis (%/an)



Source : Bloomberg

Outre ces considérations macro financières générales, le segment obligataire souverain français a été plus particulièrement marqué par deux temps forts :

- D'une part, durant les huit premiers mois de l'année, les incertitudes relatives aux développements de l'activité économique mondiale, l'approche de la date limite du Brexit ainsi que les tensions commerciales ont entraîné une aversion pour le risque qui a bénéficié aux dettes des pays cœurs de la zone euro. Ainsi, des épisodes de fuite vers la qualité ont profité aux actifs perçus comme sûrs et liquides à l'instar des titres allemands et français. Dans ce contexte, le marché de dette français s'est montré très attractif. L'écart de taux France-Allemagne s'est resserré lors de cet épisode d'environ 15 points de base.

- D'autre part, en fin d'année, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne est resté stable. Il a ainsi, évolué à 10 ans autour d'une moyenne de 30 points de base. Les quatre derniers mois de l'année ont été marqués par un mouvement d'appétit au risque (forte augmentation des marchés actions, sur fond d'arbitrage au détriment des actifs sûrs comme les obligations souveraines et au bénéfice des marchés actions) qui a eu tendance à favoriser une hausse des taux souverains en zone euro. Le taux français à 10 ans s'est ainsi établi à 0,12 % fin décembre, après s'être inscrit à -0,24 % fin septembre et 0,7 % en début d'année 2019.

Les marchés actions, des changes et de matières premières ont évolué au gré des perspectives conjoncturelles mondiales

Marché des actions : favorisés par la quête de rendement suite au rebond de début d'année

Le contexte d'aversion pour le risque a eu pour effet, en début d'année notamment, de pousser les incertitudes à un niveau suffisamment élevé pour susciter un mouvement de défiance des investisseurs à l'égard des marchés actions, alors que ces derniers constituaient jusqu'alors un vecteur de rendement nettement favorable par rapport aux instruments de crédit (obligations souveraines et d'entreprise, quelles que soient leur notation).

Les rééquilibrages de portefeuilles en faveur des actions expliquent une bonne part des performances boursières favorables sur l'ensemble des places financières mondiales, particulièrement aux États-Unis où des plus hauts historiques ont été constatés dès le deuxième trimestre de l'année 2019. Par la suite, les indices boursiers ont évolué au gré des tensions commerciales sans que cela n'empêche *in fine* la succession de records historiques sur les marchés américains (seuil des 3 000 points atteint sur le S&P 500, pour la première fois de son histoire).

Ces performances ont notamment été alimentées par les anticipations d'une politique monétaire toujours plus accommodante aux États-Unis et, ensuite, par l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. En zone euro, la garantie par la BCE d'une politique monétaire très accommodante suite aux mesures prises en septembre 2019 puis appliquées en novembre 2019, a offert un bol d'air supplémentaire pour les indices boursiers européens.

Indices boursiers mondiaux et performance annuelle

CAC 40	+27,5 %	Banques zone euro	+11,7 %
DAX	+25,2 %	Nikkei	+18,2 %
FTSE 100	+12,0 %	Shanghai	+23,7 %
FTSE MIB (Milan)	+28,2 %	Hong Kong	+12,2 %
IBEX (Madrid)	+11,7 %	Dow Jones	+21,9 %
Eurostoxx 50	+25,1 %	S&P 500	+28,0 %

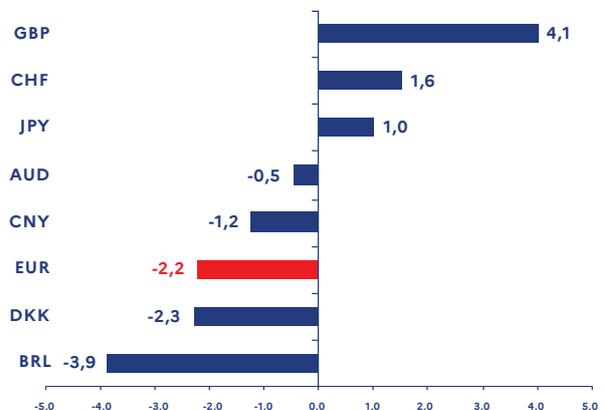
Source : Bloomberg

Marché des devises : des pressions baissières sur l'euro sans remontée du dollar

La dépréciation de l'euro constatée au début de l'année a été accentuée dans un contexte de volatilité marquée en juin 2019 suite à l'intervention de Mario Draghi à Sintra, intervention laissant présager, aux yeux des cambistes, de nouvelles décisions accommodantes de politique monétaire. En outre, l'euro, comme d'autres devises, a notamment bénéficié de la faiblesse du yuan induite par les tensions commerciales, même si cela fut de courte durée, ce qui a compensé l'effet de la morosité des indicateurs en zone euro ayant poussé l'euro à la dépréciation.

Pour sa part, la livre sterling a évolué significativement au courant de l'année dans un contexte d'instabilité politique au Royaume-Uni : le report d'une sortie du Royaume-Uni et la démission de Theresa May ont été défavorables à la devise, mouvement de dépréciation qui s'est accéléré lorsque Boris Johnson est arrivé au pouvoir, accentuant dès lors les craintes d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord. Cette instabilité a été bénéfique aux valeurs refuges que sont le yen et le franc suisse qui affichent des performances annuelles notables. L'apaisement généralisé des tensions commerciales, politiques et géopolitiques, notamment associées au Brexit, a permis à la livre de s'apprécier notablement contre les principales devises mondiales en fin d'année.

Évolution des principales devises contre le dollar américain sur l'année 2019 (en %)



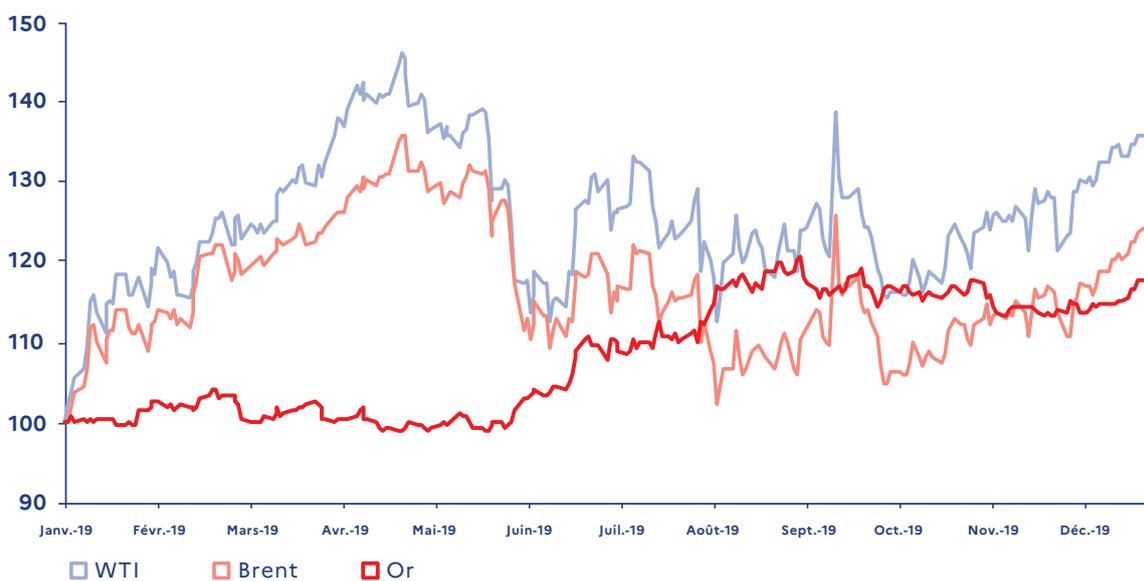
Marché des matières premières : des évolutions dictées par le cycle conjoncturel mondial

La réduction de la production de pétrole sur laquelle l'OPEP+ s'était accordée fin 2018 et le contrecoup des sanctions américaines envers le Venezuela et l'Iran ont permis aux cours pétroliers d'augmenter notablement sur la première partie de l'année 2019, sur fond de rebond des marchés financiers. La crainte, qui s'est ensuite installée face au ralentissement de la dynamique de l'activité mondiale provoqué par le durcissement des tensions commerciales, a eu un effet transitoire sur les prix, les tensions au Moyen-Orient

ayant un impact significatif quoique transitoire sur le marché pétrolier au mois de septembre.

La réapparition des craintes de voir la demande mondiale de pétrole s'effondrer à compter de l'automne a rapidement été contrebalancée par une fin d'année 2019 moins riche en incertitudes et en volatilité, un environnement qui s'est avéré propice au rebond des prix du pétrole. Au total, le WTI enregistre une performance annuelle de +21,8 %, à comparer à une progression de +20,0 % pour le Brent, qui finissent l'année à respectivement 60,8 \$/bl et 65,8 \$/bl. De son côté, l'or tire profit de son statut de valeur refuge cette année avec une progression de 18,6 %.

Évolution des principales matières premières sur un an (indice, janv. 2019 = 100)



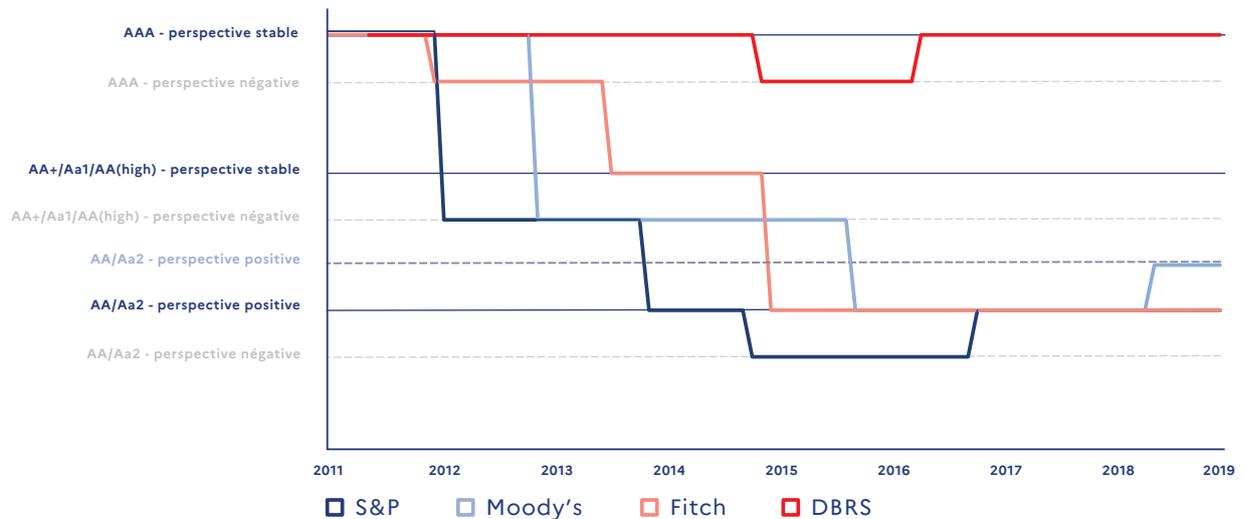
Source : Bloomberg

Notation souveraine française

L'année 2019 a été marquée par la stabilité du cran de notation pour la France par les quatre principales agences de notation (AA pour Fitch et Standard & Poor's, Aa2 pour Moody's et le triple A conservé par DBRS). La perspective associée à la note souveraine française est notée « stable », excepté Moody's qui a conservé la perspective « positive » annoncée en mai 2018.

Les principales agences ont souligné en 2019 que, malgré le ralentissement mondial, l'économie française a su faire preuve d'une performance résiliente, permettant au pays de relever ses défis structurels afin de diminuer les dépenses publiques et de s'inscrire dans un mouvement progressif d'inversion de la trajectoire de la dette publique française.

Évolution de la notation souveraine de la France depuis 2011 (S&P, Moody's, Fitch et DBRS)



Sources : Bloomberg, agences de notation, AFT

Tableau de notation au 31 décembre 2019*

	LONG TERME	COURT TERME	PERSPECTIVE
Moody's	Aa2	/	Positive
Standard & Poor's	AA	A-1+	Stable
Fitch	AA	F1+	Stable
DBRS	AAA	R-1 (high)	Stable

Calendrier des mises à jour de la notation souveraine française pour 2020

AGENCE	DATE
Moody's	21 février 2020 / 21 août 2020
Standard & Poor's	3 avril 2020 / 2 octobre 2020
Fitch	15 mai 2020 / 13 novembre 2020
DBRS	17 avril 2020 / 16 octobre 2020

* Par ailleurs, les notations souveraines octroyées à la France par les autres agences de notation se présentaient comme suit :
 Scope : AA perspective stable ; R&I : AAA perspective stable ; JCRA : AAA perspective stable ; Creditreform : AA perspective stable.

Stratégie et gestion de la trésorerie de l'État

Réalisations de l'année

Assurer la continuité financière de l'État : maintenir au quotidien un solde créditeur sur le compte unique de l'État ; travaux de reprise de la dette SNCF ; mise en œuvre du prélèvement de l'impôt à la source.

Le compte unique de l'État fait l'objet d'un suivi fin

La trésorerie de l'État est centralisée sur le compte unique du Trésor. Ce compte retrace l'ensemble des mouvements financiers exécutés par plus de 5 000 comptables publics. Au 31 décembre 2019, on dénombrait 5 107 comptes d'opérations.

Les mouvements sont centralisés en temps réel par la Banque de France. Celle-ci assure la tenue du compte de l'État.

Les mouvements correspondent aux opérations :

- du budget de l'État, en recettes comme en dépenses ;
- des correspondants du Trésor, c'est-à-dire des organismes qui déposent leurs fonds sur le compte unique du Trésor (collectivités territoriales, établissements publics et autres déposants) ;
- de l'Agence France Trésor elle-même (remboursements de la dette venant à maturité, paiements des intérêts, placements, appels de marge, etc.).

L'AFT veille à ce que la situation de trésorerie de l'État permette en toutes circonstances le dénouement des opérations financières qui viennent s'imputer sur le compte du Trésor, dans des conditions de sécurité maximale. À cet effet, l'AFT suit en temps réel l'exécution des flux de recettes et de dépenses sur le compte unique du Trésor tenu à la Banque de France. En 2019, ces flux de trésorerie entrant et sortant ont atteint 19,6 milliards d'euros en moyenne journalière.

RÉPARTITION DES FLUX BANCAIRES EN VOLUME AFFECTANT LE COMPTE DU TRÉSOR EN 2019



AFT : OPÉRATIONS DE DETTE ET DE TRÉSORERIE

53,5 %



SERVICES CENTRAUX ET DÉCONCENTRÉS DE L'ÉTAT

25,2 %



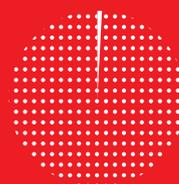
COLLECTIVITÉS TERRITORIALES ET ÉTABLISSEMENTS PUBLICS LOCAUX

13,4 %



ÉTABLISSEMENTS PUBLICS NATIONAUX

7,8 %



AUTRES

0,1 %

Source : Agence France Trésor

La gestion active de la trésorerie reflète l'environnement de taux bas en zone euro

Le pilotage de la trésorerie par l'AFT s'appuie sur des prévisions quotidiennes, qui permettent d'évaluer les montants nécessaires au financement des opérations à venir.

Dans un souci de bonne gestion des deniers publics, l'AFT assure une gestion active de la trésorerie de l'État. Ainsi, les excédents temporaires de trésorerie peuvent être placés sur le marché interbancaire en tenant compte du risque de contrepartie. Ces opérations sont réalisées sous forme de dépôts ou de prises en pension de titres d'État.

Dans le contexte persistant de politique monétaire accommodante, l'abondance de liquidités sur le marché interbancaire européen réduit l'intérêt des contreparties bancaires pour les prêts proposés par l'AFT. Cet environnement avait déjà influé sur l'activité de placements de l'AFT pendant les années 2017-18, avec un encours moyen quotidien des placements de 8,1 milliards d'euros.

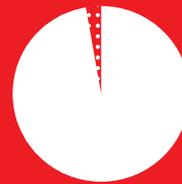
L'abondance de liquidité s'est maintenue tout au long de l'année 2019. Ceci s'est répercuté sur l'activité de placements de l'AFT. L'encours moyen quotidien des placements est ainsi demeuré à 10 milliards d'euros au premier comme au deuxième semestre. Au total, 764 opérations de placement ont été conduites sur l'année.

Une réduction de l'encours de la dette à court terme permettant d'abaisser l'exposition au risque de taux

L'environnement de taux bas a provoqué la réception en trésorerie de primes à l'émission lors des adjudications de titres de dettes à moyen et long terme (cf. page 94 « Les primes et décotes à l'émission »).

L'AFT a adapté sa stratégie à cet environnement. Les ressources additionnelles de trésorerie provenant des primes à l'émission ont permis de diminuer l'endettement à court terme de 19,9 milliards d'euros d'une fin d'année à l'autre, contribuant ainsi à la réduction de l'exposition de l'État au risque de taux.

PLACEMENT DE LA TRÉSORERIE EXCÉDENTAIRE EN 2019 – SEGMENTATION PAR TYPE DE PLACEMENTS DE TRÉSORERIE (HORS ENCOURS SUR LE COMPTE À LA BANQUE DE FRANCE)



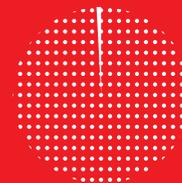
PRÊTS EN BLANC

97,3 %



PRÊTS AUPRÈS D'ENTITÉS PUBLIQUES

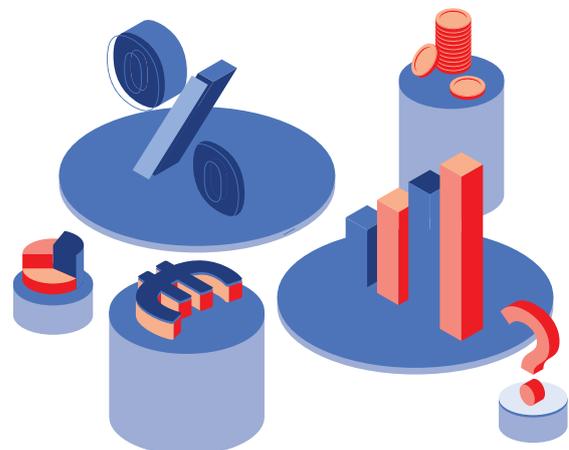
2,7 %



OPÉRATIONS DE PENSION LIVRÉE

0,1 %

Source : Agence France Trésor





Les dépôts des correspondants du Trésor sont une source stable de financement

Les entités qui, par obligation¹ ou à titre facultatif, déposent leurs liquidités sur le compte unique du Trésor sont appelées correspondants du Trésor. Hors comptes d'investissements d'avenir, ces encours représentent un montant total de 128,4 milliards d'euros au 31 décembre 2019. Ces liquidités constituent une ressource de trésorerie de l'État.

Les mouvements opérés sur les comptes des correspondants du Trésor affectent directement le compte unique du Trésor. L'AFT supervise la remontée quotidienne des annonces de trésorerie des correspondants, ce qui lui permet de déterminer les flux imputés sur le compte du Trésor au plus près de leur jour de dévouement et de leur montant. En particulier, les collectivités territoriales et les établissements publics ont l'obligation d'annoncer à l'AFT toute opération financière supérieure à 1 million d'euros, la veille du jour de leur imputation et avant 16 heures. En 2019, le taux d'annonce relatif à ces opérations s'établit à 98,7 % pour les collectivités territoriales et les établissements publics. Ces résultats sont supérieurs à l'objectif de performance fixé en loi de finances pour 2019.

Un dispositif dit de « super validation » permet à l'AFT de décaler au lendemain, s'ils n'ont pas été annoncés la veille, les débits initiés par les correspondants du Trésor et supérieurs à 1 million d'euros. L'AFT peut toutefois autoriser le débit immédiat, en dépit du non-respect des règles de préannonce, si l'opération ne génère pas de risque sur le solde du compte unique du Trésor. En 2019, 270 opérations ont été supervalidées, ce qui est faible par rapport à l'ensemble des flux, témoignant d'une très bonne coopération des entités publiques.

1. En vertu du décret relatif à la gestion budgétaire et comptable publique du 7 novembre 2012, la plupart des personnes morales publiques ont l'obligation de déposer leurs fonds au Trésor. Cette obligation s'applique notamment aux collectivités territoriales, aux établissements publics et aux hôpitaux. Ce décret est mis en œuvre depuis le 30 juin 2014.

Gérer l'impact du prélèvement à la source en trésorerie

L'impôt sur le revenu, par son ampleur (71,7 Md€ en 2019), est une composante clef de la gestion de la trésorerie de l'État. La réforme du prélèvement entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019 a été un élément fort de la gestion de la trésorerie.

Dans l'ancien système, les Français s'acquittaient de leur impôt soit par le versement d'acomptes, soit par paiements mensualisés. Depuis la mise en place du prélèvement à la source, les redevables se voient collecter un douzième de leur impôt tout au long de l'année, au moment de la perception de leur revenu. De plus, une avance de 60 % des réductions et crédits d'impôts est versée chaque année aux bénéficiaires, afin d'éviter que ces derniers n'avancent de la trésorerie à l'État.

Le profil du compte du Trésor, auparavant heurté des encaissements et décaissements liés à l'impôt sur le revenu, imposait à l'AFT d'adapter son profil d'émissions de titres courts (BTF). La mise en place du prélèvement à la source a eu pour effet de lisser davantage le profil de trésorerie, avec des flux fixes et réguliers. De plus, les impôts des fonctionnaires de l'État sont à présent directement soustraits des salaires et pensions. De fait, ce nouveau rythme permet une meilleure anticipation et gestion de la trésorerie de l'État, allant de pair avec un lissage du profil d'émission de titres courts.



Stratégie et gestion de la dette de l'État

Réalisations de l'année

L'Agence France Trésor a pour objectif de lever auprès des marchés les fonds nécessaires au financement de l'État dans les meilleures conditions de sécurité, en s'efforçant de minimiser la charge de la dette pour le contribuable. L'AFT fonde sa politique de financement sur la régularité et la transparence de ses émissions, dont le calendrier est publié annuellement. Elle abonde régulièrement toute la courbe de la dette française et veille à ce que le marché soit le plus liquide et profond possible, afin d'émettre au moindre coût.

Les émissions nettes à moyen et long terme se sont élevées à 200 milliards d'euros en 2019

Ce montant est le résultat de :

- 245,6 milliards d'euros d'emprunts à moyen et long terme, dont 17,3 milliards d'euros de titres indexés sur l'inflation française (OATi) et en zone euro (OAT€i),
- dont sont déduits 45,6 milliards d'euros de rachats portant sur des titres à amortir en 2020 pour 30,5 milliards d'euros et en 2021 pour 15,1 milliards d'euros.

En 2019, les coûts d'émission se sont maintenus à des niveaux très bas : 0,11 % en moyenne pour les émissions à moyen et long terme hors titres indexés, en baisse sensible par rapport au taux observé en 2018 (cf. tableau ci-dessous).

La régularité et la transparence des adjudications sont restées au cœur de la stratégie de financement de l'État

Un programme de financement indicatif a été rendu public dès le 20 décembre 2018 pour fixer les grandes orientations pour 2019. Conformément au calendrier d'adjudications :

- les émissions d'OAT de long terme, c'est-à-dire de maturité résiduelle alors supérieure à 8 ans, ont eu lieu tous les premiers jeudis du mois,
- les émissions d'OAT de moyen terme, c'est-à-dire de maturité résiduelle alors comprise entre 2 et 8 ans, et de titres indexés sur l'inflation ont eu lieu tous les troisièmes jeudis du mois,
- à l'exception des mois d'août et de décembre, au cours desquels une seule adjudication a été tenue.



Évolution des conditions de financement

TAUX MOYENS PONDÉRÉS		MOYENNE 1998-2008	MOYENNE 2009-2016	ANNÉE 2017	ANNÉE 2018	ANNÉE 2019	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4* 2019
Court terme	Ensemble des BTF	3,15 %	0,18 %	-0,62 %	-0,60 %	-0,58 %	-0,54 %	-0,55 %	-0,61 %	-0,61 %
	dont BTF à 3 mois	3,10 %	0,14 %	-0,63 %	-0,60 %	-0,57 %	-0,54 %	-0,54 %	-0,58 %	-0,62 %
Moyen et long terme	Émissions à plus d'un an à taux fixe (hors titres indexés)	4,15 %	1,75 %	0,65 %	0,53 %	0,11 %	0,42 %	0,15 %	-0,21 %	-0,09 %
	dont émissions à 10 ans à taux fixe (hors titres indexés)	4,44 %	2,31 %	0,83 %	0,81 %	0,23 %	0,61 %	0,31 %	-0,23 %	-0,15 %

Source : Agence France Trésor

L'AFT a continué de pratiquer une politique d'émission flexible pour répondre au mieux aux évolutions de la demande du marché

L'année 2019 a en particulier été marquée par l'important ajustement à la baisse du programme d'achats de titres de l'Eurosystème, qui a arrêté ses achats nets, maintenant sa présence uniquement à travers le réinvestissement des titres qui arrivaient à maturité, avant de relancer ses achats nets à partir de novembre, pour un montant toutefois limité (20 Mds€ par mois). Ce contexte, initialement perçu par les investisseurs comme favorable à une hausse des taux, n'a pas entraîné de dégradation des conditions de financement de l'État, qui sont restées très favorables tout au long de l'année, soutenues au contraire par l'importante baisse des taux à partir du printemps. L'AFT a observé en parallèle un repositionnement de la demande vers des maturités plus longues et s'est efforcée d'accompagner ce mouvement en ajustant à la hausse la taille de ses adjudications de long terme.

Par ailleurs, l'AFT a poursuivi ses efforts en faveur du maintien d'une très bonne liquidité sur l'ensemble de ses titres. Pour ce faire, de nombreux leviers ont été mobilisés.

- Comme chaque année, l'AFT s'est systématiquement appuyée sur les recommandations des Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), en amont des adjudications, pour faire correspondre au mieux le choix des titres à émettre et les volumes émis avec la demande des investisseurs finaux.
- Afin d'assurer une liquidité homogène sur l'ensemble de la courbe obligataire de l'État, l'AFT a poursuivi en 2019 la réouverture d'anciennes souches (dites « *off-the-run* »), en plus de l'abondement des lignes de référence (« *benchmarks* »), pour un montant agrégé de 55 milliards d'euros, soit 24,1 % du total des émissions brutes hors titres indexés.
- De même, en vue de renforcer l'abondement régulier des valeurs du Trésor au cours de l'année, les adjudications optionnelles d'août et de décembre ont toutes deux été tenues, portant à 32 le nombre de séances d'adjudications de titres nominaux et indexés à moyen et long terme de l'AFT en 2018.
- Enfin, en procédant à 45,6 milliards d'euros de rachats de titres courts, à des fins de lissage pluriannuel du profil de remboursement de la dette, l'AFT a pu offrir aux investisseurs un débouché de liquidité sur les titres de maturité 2020 et 2021.

Cinq nouvelles OAT de référence ont été créées sur le segment nominal, conformément au programme indicatif de financement de l'État

Dans un contexte de taux négatifs, et comme opéré depuis 2015, l'AFT a choisi de rallonger la maturité de son titre de référence à 2 ans, en fixant son échéance au 25 février 2022. L'AFT a également lancé une nouvelle OAT à 5 ans, de maturité 25 mars 2025. Ces deux nouvelles OAT s'inscrivant en territoire de taux négatif ou très proche de zéro lors de leur lancement, elles ont été dotées d'un coupon nul.

Sur le segment de long terme, l'AFT a créé deux nouvelles lignes à 10 ans de maturité 25 mai 2029 et 25 novembre 2029. Ces deux nouvelles OAT portent des coupons respectifs de 0,50 % et 0 %, reflétant les conditions de taux prévalant lors de leurs émissions inaugurales.

Enfin, l'AFT a lancé par syndication un nouveau titre de maturité 30, l'OAT 25 mai 2050 (voir page 46).



La demande pour les maturités longues a augmenté en 2019 provoquant une hausse de la maturité moyenne des émissions après la légère baisse de 2018

Dans un environnement de taux encore historiquement bas, les investisseurs ont continué, en 2019, d'investir de façon importante dans des titres de maturités longues, aux rendements plus attractifs.

Ainsi la maturité moyenne à l'émission des OAT de moyen et long terme, reflet de la demande exprimée par les investisseurs finaux sur le marché des valeurs du Trésor, a progressé en 2019 à un niveau de 11,1 années, les émissions de maturité supérieure à 8 ans représentant plus de 55 % du programme d'émission de l'AFT hors titres indexés.

Ce chiffre illustre un certain repositionnement des investisseurs vers les parties longues de la courbe des taux, dans le contexte de marché de baisse des niveaux de taux sur l'année 2019. À titre d'exemple, les émissions de maturité supérieure ou égale à 30 ans ont représenté 13 % du programme d'émission de l'AFT en 2019 (après 7 % en 2018 et 12 % en 2017).



Confirmant son statut d'émetteur de référence en zone euro, l'AFT a créé une nouvelle OAT de référence de maturité 30 ans

S'agissant de la partie longue de la courbe des taux français (supérieure ou égale à 30 ans), le montant des émissions s'est élevé à 30,7 Md€ en 2019, en hausse par rapport à 2018 (13,4 Md€). Ce montant représente 13 % des émissions brutes à moyen et long terme de l'année.

Outre le réabondement des souches préexistantes, l'AFT a créé le 19 février 2019 une nouvelle ligne de maturité 30 ans, l'OAT 1,5 % 25 mai 2050. Cette nouvelle ligne complète le segment long de la courbe et apporte aux investisseurs la liquidité demandée sur cette maturité.

Émissions brutes de l'Agence France Trésor en 2019 (en milliards d'euros)

	JAN.	FÉV.	MAR.	AVR.	MAI	JUN.	JUIL.	AOÛ.	SEP.	OCT.	NOV.	DÉC.	TOTAL 2019
2 ans	4,1	4,6	2,4	5,4	4	3,0	3,2	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	29,3
3-4 ans	1,5	2,1	2,8	1,5	0,0	3,0	4,1	0,0	3,6	0,0	2,4	0,0	20,8
5 ans	2,7	3,4	3,9	4,7	5,1	3,0	3,6	0,0	3,9	4,1	7,1	0,0	41,6
6-8 ans	1,2	1,1	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	2,3	0,0	0,0	8,5
10 ans	6,3	9,5	8,0	6,7	4,7	5,9	5	5,2	3,9	7,1	5,2	4,1	71,6
15-20 ans	2,4	1,7	3,0	2,1	5,9	2,1	2,1	2,3	3,2	0,0	1,2	0,0	26,0
30-50 ans	1,6	7,0	0,9	2,4	0,0	3,3	3,0	0,0	3,0	4,7	3,6	1,1	30,5
i/€i	1,8	1,5	2,1	1,9	1,8	1,1	1,5	0,0	2,2	1,3	1,8	0,0	17,3
ÉMISSIONS BRUTES	21,5	30,8	25,2	24,7	21,5	21,4	22,7	7,5	21,6	22,1	21,3	5,2	245,6

La demande pour les BTF est restée très solide, alors que leur encours a diminué pour la cinquième année consécutive

Fin 2019, l'encours des bons du Trésor à court terme (BTF) a diminué de 6 milliards d'euros, passant ainsi de 112,9 milliards d'euros fin 2018 à 106,9 milliards d'euros fin 2019, soit 5,9 % de la dette négociable totale. La part des BTF au sein de la dette de l'État retrouve ainsi une proportion inobservée depuis 1999, après avoir décliné progressivement depuis le pic de 18,6 % atteint en 2009 (cf. graphique ci-après).

En règle générale, trois lignes de référence ont été proposées à l'occasion des adjudications hebdomadaires de BTF, de maturités 3 mois, 6 mois et 1 an, et ont attiré une demande soutenue. La faculté d'abonder d'anciennes souches a été utilisée à la marge, pour assurer la liquidité de toute la courbe des BTF et de répondre à la demande des investisseurs relayée par les SVT.

Dans le contexte de la politique de taux d'intérêts négatifs de la BCE, les adjudications de BTF se sont réalisées à un taux moyen de -0,58 % sur l'ensemble de l'année, soit des conditions de taux très voisines de celles observées en 2018 (-0,59 %). Notamment, la très forte demande pour un collatéral de haute qualité de crédit a permis à l'AFT d'adjuger tout au long de 2019 ses lignes de BTF à un taux inférieur au taux de la facilité de dépôt de la BCE (qui a diminué de -0,40 % à -0,50 % à compter d'octobre 2019) dans une grande stabilité de taux et d'excellentes conditions opérationnelles tout au long de l'année.

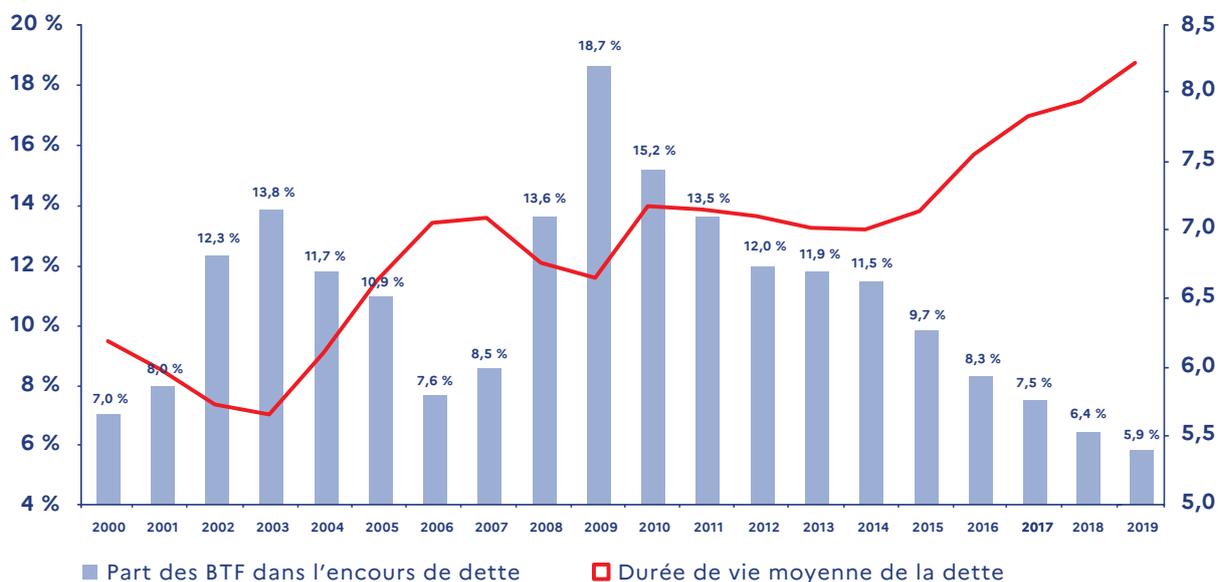


La durée de vie moyenne de la dette atteint un nouveau record

La durée de vie moyenne de la dette française s'établit à la fin de l'année 2019 à 8,2 années, en hausse de 0,25 année par rapport à 2018, soit le niveau le plus élevé observé depuis la création de l'AFT. En effet, la maturité moyenne de la dette bénéficie de la légère augmentation de la maturité moyenne des émissions, mais également de rachats d'OAT plus importants en 2019 (45,6 milliards d'euros après 30,4 milliards en 2018) et surtout de la réduction de l'encours des BTF.

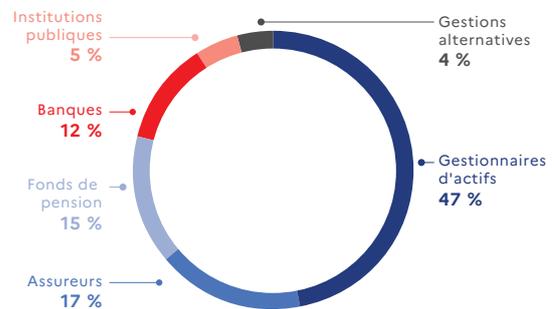
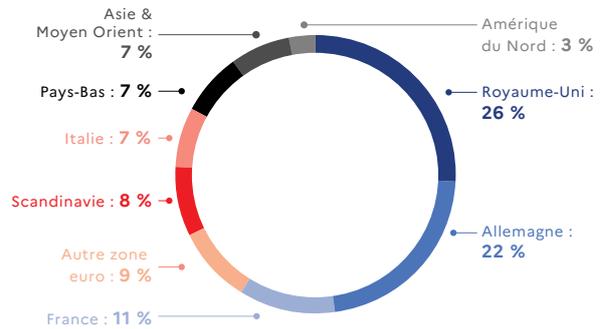
Le maintien d'une durée de vie moyenne élevée de la dette française rend la charge de la dette résiliente à une éventuelle remontée des taux.

Part des BTF dans l'encours de la dette



Lancement d'une nouvelle OAT de référence à 30 ans

Le 19 février 2019, l'AFT a lancé par syndication l'OAT 1,50 % 25 mai 2050. Au terme de la construction du livre d'ordres, la demande totale a atteint 31 milliards d'euros, dont 7 milliards d'euros ont été servis. Ce titre a été émis à un taux de rendement de 1,609 %, soit le niveau de taux à l'émission le plus bas jamais observé lors des opérations de lancement de syndication similaires de l'AFT. L'allocation a reflété d'emblée la diversité de la base d'investisseurs dont bénéficie ce titre (graphiques ci-contre), réémis six fois par adjudication en 2019, portant son encours à plus de 24 milliards d'euros à la fin 2019.



BNP PARIBAS

L'AFT a une nouvelle fois saisi une excellente fenêtre de marché pour placer sa nouvelle souche de référence auprès de 300 investisseurs internationaux. Le succès de cette opération se confirme également par son taux historiquement bas de 1,609 % pour une OAT de maturité 30 ans.



J.P.Morgan

Le lancement de la nouvelle OAT 1,50 % 25 mai 2050 en février 2019 a été remarquable à plus d'un titre : par la taille levée (7 Md€) et par son carnet d'ordres (31 Md€), deux records égalés lors de la précédente syndication à 30 ans en mai 2017 ; par son taux, le plus bas atteint pour une maturité de 30 ans (1,609 %). J.P. Morgan est honoré d'avoir été choisi une fois encore en tant que chef de file pour cette nouvelle émission stratégique.



HSBC

Pour la syndication de sa nouvelle OAT 7 milliards d'euros 2050, l'AFT a bénéficié d'un livre d'ordres de 31 milliards d'euros, émanant de 300 investisseurs finaux, ce qui constitue un record. Cette très forte demande témoigne une fois encore de l'appétit des investisseurs internationaux pour la dette française ce qui permet à l'AFT de confirmer son rôle de leader du marché de l'Euro. HSBC se réjouit d'avoir contribué à ce grand succès de marché.



SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
Corporate & Investment Banking

Cette émission a battu le record de la précédente souche à 30 ans lancée en 2017 en termes de taux à l'émission. Plus de 300 investisseurs finaux ont participé à l'opération, le livre d'ordres ayant atteint les 31 milliards d'euros. Avec 89 % du placement effectué hors de France, l'allocation reflète une demande très diversifiée au niveau géographique. Le succès de cette transaction historique renforce le statut de la France en tant qu'émetteur de référence en zone euro pour la dette très longue.



CRÉDIT AGRICOLE
CORPORATE & INVESTMENT BANK

L'AFT a su capitaliser très rapidement sur un retournement de sentiment du marché, fondé sur de nouvelles anticipations de baisse des rendements obligataires se traduisant par l'émergence en ce début d'année 2019 d'une très forte demande pour la partie longue de la courbe EUR. Cela a permis à l'AFT de lancer une nouvelle OAT mai 2050 pour 7 milliards d'euros, battant le record du taux de rendement le plus bas pour une obligation de cette maturité à 1,609 % (coupon de 1,5 %) et égalant ceux du plus gros livre d'ordres pour une OAT syndiquée, avec plus de 31 milliards d'euros, et de la plus grosse OAT lancée par syndication. Crédit Agricole CIB est fier d'avoir pu accompagner l'AFT dans cette transaction remarquable.



OAT verte

Un encours désormais supérieur à 20 milliards d'euros

Le 24 janvier 2017, l'Agence France Trésor avait lancé sa première obligation verte souveraine, l'OAT verte 1,75 % 25 juin 2039, pour un montant de 7 milliards d'euros. Au gré des abondements successifs, son encours a été porté à 9,7 milliards d'euros fin 2017, 14,8 milliards d'euros fin 2018, et 20,7 milliards d'euros en 2019. Le seuil des 20 milliards d'euros aura donc été franchi en moins de trois ans. La France se place ainsi, désormais, parmi les principaux émetteurs d'obligations vertes à l'échelle mondiale, ce qui reflète son rôle moteur dans la mise en œuvre des ambitions de l'accord de Paris sur le Climat de décembre 2015.

Les fonds levés par le biais de l'OAT verte sont en effet, année après année, consacrés au financement d'un ensemble de projets inscrits au budget de l'État et ayant un effet favorable sur l'environnement : atténuation du changement climatique, anticipation des risques qui y sont liés, préservation de la biodiversité ou lutte contre la pollution. Les différents ministères identifient au sein de leurs programmes budgétaires les dépenses potentiellement éligibles, qui sont soumises chaque année à la validation d'un comité de pilotage interministériel placé sous l'égide du Premier ministre. Le label Greenfin, qui a remplacé en 2019 le label TEEC (Transition énergétique et écologique pour le climat, créé en 2015), est utilisé comme référence dans ce processus.

Ainsi, en juillet 2019, puis en juillet 2020, ont été publiés le deuxième et le troisième rapports d'allocation et de performance, présentant les dépenses financées par les émissions 2018 et 2019 (voir page 44). En novembre 2019, c'est le deuxième rapport d'évaluation environnementale des dépenses éligibles à l'OAT verte, portant sur Voies navigables de France, qui a été rendu public (voir page 50). Ces exercices d'évaluation, qui participent du bon pilotage des politiques publiques, représentent par eux-mêmes un des apports de l'OAT verte à l'action de la France en faveur de l'environnement.

Comptablement, les fonds levés sont traités comme ceux d'une OAT traditionnelle et gérés selon le principe d'universalité budgétaire. En revanche, leur montant ne saurait excéder celui des dépenses vertes éligibles. L'enveloppe identifiée sur la base du budget de l'État représente donc un plafond limitant les possibilités d'émissions de l'OAT verte pour une année donnée. Les rapports d'allocation permettent de vérifier, en exécution, l'équivalence nominale entre cette ressource et les emplois qui lui sont adossés.

En 2019, l'OAT verte a fait l'objet de trois abondements par adjudication : en février, pour un volume de 1,7 milliard d'euros, puis en mai, avec 2,5 milliards d'euros et enfin en septembre, pour 1,7 milliard d'euros supplémentaire. Ces émissions ont permis de répondre à une forte demande et, comme mentionné plus haut, ont porté l'encours total au-delà des 20 milliards d'euros. Ainsi, l'OAT verte présente désormais une taille qui lui assure une liquidité comparable aux autres OAT, conformément à l'engagement qui avait été pris par l'AFT vis-à-vis du marché lors de son émission inaugurale en 2017. L'OAT verte contribue en outre à la profondeur du marché des obligations vertes. Elle constitue un actif liquide et sans risque qui rend possible, pour les gestionnaires opérant sur ce segment, une diversification de leurs portefeuilles au bénéfice, le cas échéant, de produits verts plus risqués.



Publication du rapport d'allocation et de performance de l'OAT verte

L'allocation des fonds levés au moyen de l'OAT verte et la performance des programmes financés font l'objet d'un rapport annuel. Le deuxième rapport d'allocation et de performance a ainsi été publié en 2019. De même que le précédent, ce document peut être consulté sur le site internet de l'Agence France Trésor. Le dernier rapport présente l'ensemble des dépenses adossées aux émissions réalisées en 2019, dont le montant total était de 5,9 milliards d'euros.

Le suivi des dépenses d'une part, et leur caractère vert d'autre part, ont fait l'objet d'audits par des tiers indépendants. Sur la base des diligences menées, KPMG a pu fournir son rapport d'assurance modérée sur l'allocation des fonds, portant notamment sur le caractère approprié du document-cadre de l'OAT verte et sur sa bonne mise en œuvre. Par ailleurs, Vigeo Eiris, a renouvelé son assurance de niveau « raisonnable », soit sa meilleure notation, sur le caractère vert des dépenses associées aux abondements réalisés en 2019.

Une partie des dépenses vertes éligibles réalisées en 2018 n'avait pas été adossée aux émissions réalisées cette année-là, à hauteur de 1,2 milliard d'euros. Conformément aux bonnes pratiques généralement en vigueur et aux dispositions du document-cadre de l'OAT verte, elles ont pu être reportées dans le périmètre des dépenses éligibles à l'OAT verte en 2019. Mais pour l'essentiel (4,6 milliards d'euros), les émissions de 2019 ont financé des dépenses réalisées la même année.

Les décaissements des différents programmes éligibles en 2019 ont au total représenté 5,2 milliards



d'euros. Avec 4,6 milliards d'euros alloués au titre des émissions 2019, ces dépenses ont donc été financées à 89 % par l'OAT verte. Les 4,6 milliards d'euros ont été répartis entre les différents programmes éligibles au prorata des volumes de dépenses qu'ils représentaient. On constate un reliquat de 0,5 milliard d'euros, qui a pu être intégré à l'enveloppe des dépenses éligibles 2020.

La présentation de l'allocation des fonds se double d'une évaluation, en termes très généraux, des performances des programmes concernés. Celle-ci se base essentiellement sur des indicateurs issus des documents budgétaires, complétés par des informations de type environnemental lorsque celles-ci sont disponibles, notamment en matière de qualité de l'air. Enfin, le rapport met en perspective les différentes dépenses financées, en soulignant leur pertinence, secteur par secteur, au regard des objectifs retenus dans le document-cadre de l'OAT verte, eux-mêmes alignés avec plusieurs des objectifs de développement durable de l'ONU.

1. https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/3_Dette/3.2_OATMLT/3.2.2_OATVerte/Rapport%20Allocation%20OAT%20Verte%202019.pdf

Le conseil d'évaluation de l'OAT verte a mené une étude d'impact environnemental sur Voies Navigables de France



Outre les rapports d'allocation et de performance, les dépenses adossées à l'OAT verte font l'objet d'une évaluation de leurs effets environnementaux, conformément aux engagements pris par la France lors de l'émission inaugurale de l'OAT verte. Ces travaux d'évaluation procèdent par analyses successives des différents programmes, l'objectif étant que chaque dépense soit évaluée au moins une fois avant que l'OAT 2039 n'arrive à maturité. Les études d'impact sont supervisées par un Conseil d'évaluation indépendant, qui définit leur cadre méthodologique et suit leur élaboration.

Le Conseil est composé de personnalités qualifiées de stature internationale. Présidé par M. Manuel Pulgar-Vidal, ancien ministre de l'Environnement du Pérou et directeur Climat et Énergie de WWF, il comprend six autres membres : M. Mats Andersson, vice-président de Global Challenges Foundation et ancien PDG d'AP4, quatrième fonds de pension national suédois, Mme Nathalie Girouard, cheffe de la division Performance environnementale et Information à l'OCDE, M. Ma Jun, directeur du Center for Finance and Development et conseiller spécial du Gouverneur de la Banque populaire de Chine, Mme Karin Kemper, directrice principale des pratiques mondiales de l'environnement et des ressources naturelles à la

Banque mondiale, M. Thomas Sterner, professeur d'économie environnementale à l'Université de Göteborg, M. Eric Usher, chef du Secrétariat de l'UNEP Finance Initiative. A cette liste s'ajoutent deux observateurs : M. Sean Kidney, co-fondateur et PDG du Climate Bond Initiative, M. Nicholas Pfaff, directeur principal des pratiques de marché et de la politique de réglementation à l'International Capital.

Le Conseil s'est réuni physiquement à Paris à deux reprises en 2019, au mois de juin et au mois de novembre. Après un premier rapport, publié en 2018, qui portait sur le crédit d'impôt pour la transition énergétique (CITE), le Conseil a cherché à évaluer l'impact sur l'environnement de la subvention pour charge de services publics octroyée à Voies navigables de France (VNF), l'organisme qui gère le troisième réseau navigable européen, soit 6 000 km de voies navigables. Ces travaux ont abouti, fin novembre 2019, à la publication du deuxième rapport d'évaluation environnementale de l'OAT verte¹. Afin d'assurer la transparence de cette étude et sa conformité avec les meilleurs standards académiques, le Conseil a sollicité l'expertise de deux rapporteurs indépendants, François Combes (IFSTTAR) et André Evette (IRSTEA).

Le rapport met en lumière les bénéfices environnementaux liés à l'existence du réseau VNF et aux spécificités de sa gestion. VNF accueille 2 % du fret terrestre qui, autrement, se reporterait vers le transport routier ou ferroviaire. Ainsi, l'étude montre que le transport fluvial permet d'éviter l'émission d'environ 290 kilotonnes de CO₂ par an, soit l'équivalent de 1 % des émissions annuelles totales dues au transport de marchandises en France.

Au-delà de ce chiffrage, le rapport innove par son analyse de la stratégie de VNF en matière d'adaptation au changement climatique et de protection de la biodiversité. Il montre que VNF, par plusieurs aspects, va au-delà de la réglementation en vigueur, en optimisant les techniques d'entretien de ses infrastructures et en intensifiant ses efforts de prise en compte de la biodiversité. L'apport méthodologique de cette seconde partie constitue une contribution innovante aux études d'impact des obligations vertes.

1. Ce document, ainsi que l'avis du Conseil d'évaluation, peuvent être consultés sur la page Internet de l'Agence France Trésor : <https://www.aft.gouv.fr/fr/oat-verte#Avis>

Vers un accroissement du montant des dépenses éligibles ?

À l'initiative de la députée Bénédicte Peyrol, reprise par le Gouvernement, le Parlement a adopté lors du vote du Budget pour 2020 un amendement visant la suppression du compte d'affectation spéciale « Transition énergétique » (CAS TE) au 1^{er} janvier 2021. Cette disposition devrait permettre d'accroître significativement l'enveloppe des dépenses vertes éligibles à l'OAT verte.

Le CAS TE a été institué en 2015 pour régulariser l'affectation de la taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité (TICFE) aux charges de service public de l'énergie. En l'espèce, il s'agissait à l'origine de garantir le remboursement de la dette accumulée par l'État auprès d'EDF au titre de l'ancienne contribution au service public de l'électricité (CSPE). Du fait d'une incompatibilité avec le droit européen, le CAS TE est depuis 2016 financé par une fraction de la taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE). Le lien entre les recettes et les dépenses est alors devenu plus artificiel, d'autant que la TICPE fait l'objet d'affectations diverses (en dehors du CAS TE : le budget général, les régions, les départements ou encore l'agence de financement des infrastructures de transport de France). Pour cette raison, la régularité du CAS a depuis lors été mise en doute, par la Cour des comptes à plusieurs reprises depuis 2017 et par la mission d'information parlementaire sur la LOLF de septembre 2019. Notons enfin que la dette de l'État vis-à-vis d'EDF, qui avait initialement motivé la création du CAS, sera entièrement apurée en 2020.



La suppression du CAS TE, désormais actée, devrait permettre d'élargir très significativement l'assiette des dépenses vertes éligibles. Sous réserve d'une décision à venir du comité de pilotage interministériel, il serait en effet possible en 2021 d'adjoindre aux dépenses éligibles le soutien public aux énergies renouvelables électriques et au biogaz (5,4 milliards d'euros en 2019), qui aujourd'hui n'est pas finançable par l'emprunt puisqu'il bénéficie de l'affectation de recettes spécifiques via le CAS TE.

Une telle augmentation du montant des dépenses vertes éligibles permettrait éventuellement à l'AFT d'envisager en 2021, si les conditions de marché s'y prêtent, la création d'une deuxième obligation verte de référence. Une telle opération suppose en effet une taille inaugurale suffisante pour assurer à la nouvelle souche une liquidité minimale avant sa réémission (typiquement de 5 à 7 milliards d'euros en fonction de la maturité choisie).



Contrôle des risques

Évaluations de l'année

Un cadre de contrôle de l'AFT étendu

L'AFT est soumise à une exigence de contrôle forte. C'est ainsi que l'agence doit, de par la loi, répondre aux questions parlementaires, notamment dans le cadre de la préparation des lois de finances, mais aussi se soumettre à de nombreux audits, notamment ceux de la Cour des comptes (sur un cycle semestriel dans son aspect comptable, et annuel s'agissant de la note d'exécution budgétaire).

Les interventions de cabinets d'audit spécialisés qui visent à valider la qualité et la sincérité des éléments comptables, à émettre un avis sur le suivi des mesures prudentielles ou à procéder à l'audit interne annuel, font également partie de ces contrôles.

Missions du pôle de contrôle interne, conformité, politique des risques et affaires juridiques de l'AFT

L'AFT est dotée d'un Pôle de contrôle interne, conformité, politique des risques et affaires juridiques indépendant des fonctions opérationnelles. Il garantit la maîtrise du dispositif de contrôle interne au sein de l'agence, organise le contrôle de ses activités, gère les risques associés aux opérations financières et au choix des contreparties. Il coordonne les différentes missions de contrôle et d'audit dans ces domaines. Il a également la charge du contrôle des risques juridiques et de conformité, de la validité des contrats passés par l'agence et de la veille réglementaire, de la gestion des règles de déontologie pour les agents et de la politique de confidentialité.

L'étendue de ces contrôles et de la maîtrise des risques est accrue du fait de la diversité des opérations réalisées par l'AFT, des circuits de paiement utilisés et par l'internationalisation de ses contreparties. Ce pôle assure avec les cellules opérationnelles la mise à jour régulière du cadre général d'activité de l'AFT, qui fixe les normes de gestion, d'organisation et de contrôle, et qui est validé par la directrice générale du Trésor. Le suivi du plan de continuité d'activité de l'agence relève également de ses missions.

Les indicateurs de performance

L'AFT a décidé de se conformer, dans la limite de leur applicabilité, aux obligations définies par l'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne des entreprises du secteur de la banque. Le cadre législatif auquel est soumise l'agence lui impose par ailleurs de transmettre au Parlement le compte rendu d'un audit annuel portant sur le pilotage des risques financiers et les procédures prudentielles ainsi mises en œuvre.

L'ensemble de ces éléments permet à l'AFT de s'assurer qu'elle est dotée des dispositifs permanents d'analyse et de maîtrise des risques de toute nature engendrés par les opérations de marché et de trésorerie.

La pratique des dernières années a conduit à s'appuyer sur l'expertise d'un cabinet d'audit externe spécialisé pour réaliser cet audit.

Conformément aux indicateurs de performance présentés au Parlement dans le cadre de la préparation de la loi de finances ([voir page 95](#)), le cabinet évalue ainsi notamment la qualité du dispositif de contrôle interne mis en place par l'AFT sous 5 angles :

- le système de contrôle des opérations et des procédures internes ;
- l'organisation comptable et du traitement de l'information ;
- les systèmes de mesure des risques et des résultats ;
- les systèmes de surveillance et de maîtrise des risques ;
- le système de documentation et d'information.

Cette évaluation est retranscrite par une note allant de 1 à 4 :

- **note 1** : le dispositif existant permet de couvrir de manière satisfaisante les risques identifiés engendrés par les opérations de l'agence ;
- **note 2** : le dispositif existant doit être complété afin de couvrir les risques identifiés ;
- **note 3** : le dispositif existant présente des faiblesses significatives nécessitant la mise en place d'actions correctrices sans délai afin de couvrir les risques identifiés ;
- **note 4** : le dispositif existant ne permet pas de couvrir les risques identifiés engendrés par les opérations de l'agence.

	UNITÉ	2017 RÉALISATION	2018 RÉALISATION	2019 PRÉVISION PAP 2019	2019 RÉALISATION*	2020 CIBLE PAP 2020
Incidents ou infractions au cadre général d'activité	Nombre d'occurrences	0	0	0	0	0
Notation externe du contrôle interne : système de contrôle des opérations et des procédures internes	Note entre 1 et 4	2	2	1	-	1
Notation externe du contrôle interne : organisation comptable et traitement de l'information	Note entre 1 et 4	1	1	1	-	1
Notation externe du contrôle interne : système de mesure des risques et des résultats	Note entre 1 et 4	1	1	1	-	1
Notation externe du contrôle interne : système de surveillance et de maîtrise des risques	Note entre 1 et 4	1	1	1	-	1
Notation externe du contrôle interne : système de documentation et d'information	Note entre 1 et 4	1	1	1	-	1

*Notation non encore disponible car audit reporté en septembre 2020 du fait de la période de confinement.

Sources : cabinet d'audit externe ; Agence France Trésor

Précisions méthodologiques

Nombre d'incidents ou infractions au cadre général d'activité.

Ce sous-indicateur permet un suivi qualitatif et quantitatif des différents incidents classés selon les trois catégories suivantes :

- non-respect des règles d'habilitation et de délégation ;
- dépassement des limites de risques ;
- non-respect des modalités de réalisation des opérations.

Il s'agit d'une mesure interne de la qualité de l'organisation de l'AFT et du respect de ses contraintes.

Un second indicateur (voir page 95), mesure le nombre d'incidents d'exécution des opérations de l'AFT, afin de déceler au plus vite les dysfonctionnements ou les incidents qui pourraient perturber la bonne exécution des opérations de dette et de trésorerie.

Aucun des incidents recensés en 2019 n'a généré d'incidence sur la continuité financière de l'État.

	UNITÉ	2017 RÉALISATION	2018 RÉALISATION	2019 PRÉVISION PAP 2019	2019 RÉALISATION	2020 CIBLE PAP 2020
Incidents qui dégradent le solde du compte à la Banque de France	Nombre	3	1	0	2	0
Incidents qui améliorent le solde du compte à la Banque de France	Nombre	9	5	0	12	0
Autres incidents, sans impact sur le solde du compte à la Banque de France	Nombre	55	44	0	63	0

L'indicateur repose sur le recensement, au jour le jour, des incidents d'exécution sur les opérations portant sur la dette ou la trésorerie.

Les « autres incidents » n'ont pas d'impact sur le solde du compte du Trésor ; ils sont essentiellement liés aux systèmes d'information impliqués dans la gestion des opérations, qu'ils soient internes ou externes. Il convient de noter que dans la majorité des cas, les incidents sont le fait d'organismes ou de prestataires

externes, et l'AFT n'a donc pas de prise directe sur leur survenue.

Ce recensement a été considérablement amélioré ces dernières années par un renforcement de l'exhaustivité des contrôles et de la plus grande finesse des indicateurs de risque utilisés, ce qui permet une démarche continue d'amélioration de la qualité opérationnelle, aussi bien en externe qu'en interne.

La gestion de l'année des opérations post-marché et suivi des risques

La gestion post-marché et suivi des risques des opérations regroupe le contrôle et le suivi des limites ainsi que le règlement/livraison post-négociation de toutes les transactions initiées par l'AFT sur les marchés financiers. Afin de remplir son rôle dans l'exécution de la mission globale de l'AFT, qui est d'assurer la gestion de la dette et la trésorerie de l'État au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions de sécurité, la cellule post-marché et suivi des risques doit s'assurer de la bonne fin de toutes les opérations initiées sur les marchés. Elle doit surveiller et traiter les opérations tout au long de leur cycle de vie, de leur instruction jusqu'au dénouement. Elle gère toutes les opérations de l'AFT, pour son compte ou pour compte de tiers (autres ministères, autre service de la Direction générale du Trésor, etc.) pour lesquels l'Agence France Trésor dispose d'un mandat d'exécution. Enfin, la cellule représente l'AFT au sein de l'association des professionnels de titres de la Place et s'implique dans les initiatives et les projets européens des infrastructures de marché.

En 2019, le post-marché a assuré le règlement/livraison de plus de 850 opérations de financement via le dépositaire central national de titres, Euroclear France, de plus de 790 opérations de placements des excédents de trésorerie sur le marché monétaire sous la forme des dépôts en blanc et de plus de 30 opérations sur instruments dérivés pour le compte d'autres ministères ou organismes de l'État.

La cellule post-marché a préparé et opéré la première phase de la reprise par l'État de 25 milliards d'euros de la dette de la SNCF inscrite dans la loi de finances 2020. Elle a mis en place le mécanisme de prêts miroirs avec la Caisse de la dette publique ainsi que l'agrégation des différents contrats de dette SNCF et leurs couvertures par des instruments dérivés en lignes de prêts synthétiques en euros (voir encadré page 24).

La cellule post-marché et suivi des risques a continué l'accompagnement des Spécialistes en Valeurs du Trésor dans la réorganisation de l'activité de règlement livraison suite à l'activation de l'article 50 du traité de l'Union par le Royaume-Uni. Elle a également assuré tout au long de l'année une surveillance des défauts de livraison sur le marché secondaire des titres afin de veiller au bon fonctionnement du marché et à sa bonne liquidité.

La cellule post-marché et suivi des risques a assuré tout au long de l'année 2019 la supervision des enchères de quotas carbone dans le cadre du système d'échange de quotas d'émissions de gaz à effet de serre mis en place à partir de 2013 par la directive 2009/29/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 avril 2009.

La cellule post-marché et suivi des risques a été en contact avec l'Autorité des marchés financiers afin de lui fournir toutes les informations nécessaires pour l'exercice de ses attributions auprès des intervenants de marché et des activités en lien avec la dette de l'État quand elle a été sollicitée. Elle a répondu tout au long de l'année aux demandes des auditeurs, de la Cour des comptes et du comptable de l'État afin de leur fournir tous les documents et informations nécessaires, tant sur l'activité de marché que sur les procédures et le respect des règles prudentielles.

L'ACTIVITÉ DU POST-MARCHÉ S'ARTICULE AUTOUR DE QUATRE GRANDES MISSIONS :

- 1 **Le règlement-livraison (ou *back-office*) :**
le post-marché assure le suivi et le dénouement des opérations financières initiées par les cellules « trésorerie » et « Dette » et transmet au Service de contrôle budgétaire et comptable ministériel (SCBCM) du ministère de l'Économie et des Finances toutes les informations nécessaires à leur comptabilisation. Il assure également le traitement post-adjudication de la mise aux enchères des quotas d'émission de gaz à effet de serre alloués à la France sur le système d'échange de l'Union européenne.
- 2 **Le suivi et le contrôle des risques :**
le post-marché suit régulièrement, avec la cellule du contrôle interne et la Direction générale, les principaux risques de marché suivis par l'agence : le risque de crédit, d'emprise, d'engagement, de règlement et de contrepartie. Il s'assure quotidiennement du respect des limites.
Il évalue constamment les techniques de suivi des risques pour les mettre en concordance avec les évolutions de l'environnement financier et les besoins de l'agence.
- 3 **La gestion des appels de marge :**
toutes les opérations financières à terme, dérivées ou de pensions livrées de l'AFT sont encadrées par des contrats bilatéraux qui mettent en place des mécanismes d'atténuation des risques de défaut de ses contreparties, pris par l'AFT dans l'exercice de sa mission. Ainsi, la cellule post-marché instruit les appels de marge sur toutes ces opérations réduisant ainsi l'exposition résiduelle de l'AFT à ses contreparties.
- 4 **La gestion administrative de la Caisse de la dette publique (CDP).**



Chiffres de
l'exercice 2019

États comptables des opérations de l'Agence France Trésor

relatives à la gestion de la dette négociable et de la trésorerie,
à la couverture des risques financiers de l'État
et aux dettes transférées à l'État

SITUATION AU 31 DÉCEMBRE 2019

I. États comptables

Éléments de situation patrimoniale

ÉLÉMENTS D'ACTIF	NOTE	MONTANTS (EN MILLIONS D'EUROS)		
		31/12/2019	31/12/2018	VARIATION
ACTIF CIRCULANT (HORS TRÉSORERIE)	1			
Charges constatées d'avance sur dettes financières	1.2	7 995,22	9 028,48	-1 033,26
Décotes sur OAT		7 995,22	9 028,48	-1 033,26
Charges à répartir sur dettes financières		140,37	134,19	6,18
Frais d'émission sur OAT		140,37	134,19	6,18
Autres créances	1.7	0,01	0,01	-0,00
Appels de marge versés sur opérations de pensions livrées		-	-	-
Intérêts courus		-	-	-
Appels de marge versés sur instruments financiers à terme		-	-	-
Intérêts courus		0,01	0,01	-0,00
TRÉSORERIE	2			
Fonds bancaires		-14,56	-10,25	-4,31
Intérêts courus sur compte de l'État à la Banque de France		-14,56	-10,25	-4,31
Autres composantes de trésorerie	2.2	15 300,00	9 900,00	5 400,00
Prêts en blanc sur le marché interbancaire		15 300,00	9 900,00	5 400,00
Intérêts courus		-	-	-
Prises en pensions livrées de titres		-	-	-
Intérêts courus		-	-	-
Valeurs mobilières de placement	2.1	4 999,91	4 499,81	500,10
Titres achetés		5 000,00	4 500,00	500,00
Intérêts constatés d'avance		-0,09	-0,19	0,10
COMPTES DE RÉGULARISATION	3			
Produits à recevoir sur engagements hors bilan		16,00	15,91	0,08
Intérêts sur contrats d'échange de taux en macro-couverture	3.2	5,39	5,30	0,08
Intérêts sur contrats d'échange de taux en micro-couverture	3.3	10,61	10,61	-



ÉLÉMENTS DE PASSIF	NOTE	MONTANTS (EN MILLIONS D'EUROS)		
		31/12/2019	31/12/2018	VARIATION
DETTES FINANCIÈRES	1			
Titres négociables		1 839 366,45	1 773 621,03	65 745,42
Obligations assimilables du Trésor - OAT	1.1	1 732 235,71	1 660 543,77	71 691,93
Valeurs nominales		1 689 758,64	1 618 659,73	71 098,91
Intérêts capitalisés		-	36,88	-36,88
Différentiels d'indexation		26 131,79	24 823,23	1 308,56
Coupons courus à l'émission		335,02	282,53	52,49
Intérêts courus		16 010,25	16 741,41	-731,16
Bons du Trésor à taux fixe - BTF	1.3	107 130,75	113 077,26	-5 946,51
Valeurs nominales		106 933,00	112 900,00	-5 967,00
Intérêts constatés d'avance		197,75	177,26	20,49
Autres emprunts	1.6	1 448,88	1 448,91	-0,03
Emprunts repris de la SNCF via la CDP		1 407,07	1 407,07	-
Intérêts courus		41,81	41,83	-0,03
DETTES NON FINANCIÈRES	1			
Produits constatés d'avance sur dettes financières	1.2	85 233,19	73 127,08	12 106,12
Primes d'émission sur OAT		85 233,19	73 127,08	12 106,12
Autres dettes	1.7	97,58	121,33	-23,75
Appels de marge reçus sur opérations de pensions livrées		-	-	-
Intérêts courus		-	-	-
Appels de marge reçus sur instruments financiers à terme		97,36	121,13	-23,77
Intérêts courus		-	0,02	-0,02
Charges à payer - Dettes fournisseurs		0,22	0,18	0,04
TRÉSORERIE	2			
Autres composantes de trésorerie	2.2	0,39	0,39	0,01
Emprunts en blanc		-	-	-
Intérêts courus		0,39	0,39	0,01
Mises en pensions livrées de titres		-	-	-
Intérêts courus		-	-	-
COMPTES DE RÉGULARISATION	3			
Charges à payer sur engagements hors bilan	3.2	0,79	0,71	0,08
Intérêts sur contrats d'échange de taux en macro-couverture	3.3	0,79	0,71	0,08
Intérêts sur contrats d'échange de taux en micro-couverture		-	-	-

Compte de résultat

TABLEAU DES CHARGES NETTES	NOTE	MONTANTS (EN MILLIONS D'EUROS)		
		31/12/2019	31/12/2018	VARIATION
DETTES FINANCIÈRES				
TITRES NÉGOCIABLES				
Intérêts	4.1	-35 575,90	-36 904,32	1 328,42
Charges d'intérêts sur OAT		-36 219,26	-37 669,80	1 450,54
Produits nets d'intérêts sur BTF		643,37	765,48	-122,12
Amortissements des primes et décotes	4.1	8 013,66	7 283,10	730,57
Charges d'amortissement des décotes sur émission de titres		-1 274,00	-1 287,58	13,57
Produits d'amortissement des primes sur émission de titres		9 287,66	8 570,67	716,99
Indexation sur OAT	4.1	-1 788,22	-4 440,75	2 652,54
Charges nettes d'indexation		-1 788,22	-4 440,75	2 652,54
Opérations de rachats ou d'échanges de titres		-1 254,53	-539,00	-715,53
Charges nettes		-1 254,53	-539,00	-715,53
Commissions et frais liés à la gestion des emprunts	4.2	-11,48	-11,85	0,37
Charges nettes		-11,48	-11,85	0,37
Charges financières nettes sur dettes financières		-30 616,46	-34 612,83	3 996,37
AUTRES DETTES FINANCIÈRES				
EMPRUNTS ET INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME REPRIS DE TIERS				
Emprunts repris de la SNCF via la CDP		-79,48	-79,39	-0,09
Charges d'intérêts sur emprunt		-98,63	-98,63	-
Charges d'intérêts sur instruments financiers à terme		-	-	-
Produits d'intérêts sur instruments financiers à terme		19,15	19,24	-0,09
Charges liées à la réévaluation des contrats en devises		-	-	-
Produits liés à la réévaluation des contrats en devises		-	-	-
Charges financières nettes sur autres dettes financières		-79,48	-79,39	-0,09
INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME				
Charges d'intérêts sur instruments financiers à terme		-3,74	-3,77	0,03
Autres charges nettes ou produits nets sur instruments financiers à terme		1,45	0,08	1,36
Produits d'intérêts sur instruments financiers à terme		28,48	28,52	-0,04
Produits financiers nets sur instruments financiers à terme		26,19	24,83	1,36
TRÉSORERIE				
Charges d'intérêts		-237,38	-190,17	-47,21
Charges nettes d'intérêts sur fonds bancaires	4.3	-198,51	-152,94	-45,57
Charges d'intérêts sur prêts ou emprunts en blanc sur le marché interbancaire		-35,36	-35,10	-0,26
Charges d'intérêts sur prêts ou emprunts en blanc auprès des états de la zone euro		-1,02	-	-1,02
Charges d'intérêts sur prêts ou emprunts en blanc auprès d'agences supranationales		-0,24	-	-0,24
Charges d'intérêts sur appels de marge sur opérations de pensions livrées		-0,00	-	-0,00
Charges nettes d'intérêts sur opérations de pensions livrées		-0,18	-	-0,18
Charges d'intérêts sur achats de titres		-2,08	-2,14	0,06
Produits d'intérêts		0,01	-	0,01
Produits nets d'intérêts sur fonds bancaires	4.3	-	-	-
Produits d'intérêts sur prêts ou emprunts en blanc sur le marché interbancaire		0,01	-	0,01
Produits d'intérêts sur prêts ou emprunts en blanc auprès des états de la zone euro		-	-	-
Produits d'intérêts sur appels de marge sur opérations de pensions livrées		0,00	-	0,00
Produits nets d'intérêts sur opérations de pensions livrées		-	-	-
Produits d'intérêts sur achats de titres		-	-	-
Charges financières nettes sur opérations de trésorerie		-237,37	-190,17	-47,20
CHARGE NETTE		-30 907,12	-34 857,56	3 950,43

Contrats et engagements financiers

ENGAGEMENTS DANS LE CADRE D'ACCORDS BIEN DÉFINIS	NOTE	MONTANTS (EN MILLIONS D'EUROS)	
		31/12/2019	31/12/2018
INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME	3		
<i>Contrats d'échange de taux</i>			
En macro-couverture	3.2	1 000,00	1 000,00
En micro-couverture	3.3	500,00	500,00
<i>Achats à terme de devises</i>	3.4	2 440,78	701,45
<i>Contrats d'échange de produits pétroliers *</i>	3.5	123,55	133,72
AUTRES ENGAGEMENTS			
<i>Lignes de trésorerie</i>	2.3	6 000,00	6 000,00
<i>Emprunts repris de la SNCF Réseau via la CDP</i>	1.6	25 000,00	-

* Les flux relatifs aux contrats d'échange de produits pétroliers sont exécutés par le DCM Finances pour le compte du Service des Essences des Armées, qui les comptabilise en hors bilan (voir note 3.5).

II. Notes annexes

II.1. Présentation générale

L'Agence France Trésor, créée par arrêté du 8 février 2001 est un service à compétence nationale rattaché à la Direction générale du Trésor. Elle a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'État dans des conditions de sécurité maximale et au moindre coût, sur le long terme, pour le contribuable.

Depuis 2006, l'AFT s'est également vue attribuer la mission de couvrir certains risques financiers pour le compte d'autres ministères ou d'autres services du ministère de l'Économie et des Finances. Elle exécute donc, à titre accessoire de sa mission de gestionnaire de la dette et de la trésorerie de l'État, des transactions qui sont des opérations de nature industrielle et commerciale.

Les opérations budgétaires liées à la gestion de l'AFT sont retracées dans deux comptes de commerce :

- les opérations budgétaires liées à la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État sont retracées sur le compte de commerce 903 "Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État", créé par l'article 22 de la Loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux Lois de finances ;
- les opérations budgétaires liées à la couverture des risques financiers de l'État - à l'exception des opérations retracées dans le compte de commerce 903 - sont retracées sur le compte de commerce 910 "Couverture des risques financiers de l'État", créé par l'article 54 de la Loi n° 2005-1719 du 30 décembre 2005 de finances pour 2006.

L'ensemble des opérations effectuées par l'AFT fait ainsi l'objet d'une comptabilisation en comptabilité de l'État qui est finalisée dans le Compte général de l'État.

Les États Comptables des opérations de l'AFT issus directement de la comptabilité du Compte général de l'État présentent les éléments du bilan et du compte de résultat relatifs aux opérations gérées par l'AFT :

- les éléments du bilan du Compte général de l'État pour les opérations relatives à la gestion de la dette négociable et de la trésorerie de l'État ;
- les éléments du compte de résultat qui traduisent l'incidence des opérations gérées par l'AFT sur la charge de la dette ;
- ainsi qu'un état récapitulatif des engagements hors bilan liés à la couverture des risques financiers de l'État.

Toutefois, les États Comptables présentés ne retiennent ni les opérations relatives aux comptes de correspondants du Trésor, ni les opérations relatives à la dette non négociable, bien que celles-ci relèvent budgétairement du compte de commerce 903.

II.2. Faits marquants de l'exercice

Les conditions de financement sont restées très favorables en 2019. L'AFT a émis à moyen et long terme à un taux d'intérêt de 0,11 % en moyenne, après 0,53 % en 2018. Le coût des émissions de court terme est resté négatif tout au long de l'année, s'établissant à -0,58 % en moyenne, après -0,60 % en 2018.

Dans un environnement macroéconomique atone et un contexte géopolitique marqué par de nombreuses incertitudes (difficultés liées au Brexit, tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, ralentissement en Chine et en Allemagne), l'inflation s'affaissait et les taux de moyen-long terme baissaient toute la première partie d'année. Ces facteurs ont incité la plupart des banques centrales à reprendre un biais accommodant. En septembre 2019 la Banque centrale européenne (BCE) annonçait la reprise de son programme d'achat net d'actifs et abaissait le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,50 % au lieu de -0,40 %, le taux des opérations principales de refinancement étant maintenu à 0,00 %.

Un emprunt syndiqué a été réalisé en 2019. Fin février, l'émission inaugurale de l'OAT à échéance mai 2050 a atteint 7 Md€, pour une demande de plus de 31 Md€.

II.3. Principes et méthodes comptables

1 - Principes comptables

Les principes comptables essentiels qui sous-tendent les dispositions normatives de la comptabilité de l'État et qui sont retenus pour ces États Comptables sont rappelés ci-après.

Le principe de **régularité** énonce que la comptabilité est conforme aux règles et procédures en vigueur.

Selon le principe de **sincérité**, les règles et procédures en vigueur sont appliquées de manière à traduire avec sincérité la connaissance de la réalité et l'importance relative des événements enregistrés.

Le principe **d'image fidèle** implique que l'information soit suffisante sur tous les points significatifs donnant ainsi aux lecteurs une information satisfaisante. Ce principe signifie que des informations complémentaires doivent figurer dans l'annexe, lorsque l'application d'une règle comptable se révèle impropre à donner une image fidèle de la réalité.

Le principe de **spécialisation des exercices** vise à rattacher à chaque exercice comptable les charges et les produits qui le concernent effectivement et ceux-là seulement.

Selon le principe de **continuité d'exploitation**, l'État continuera d'exercer ses activités dans un avenir prévisible.

La cohérence des informations comptables au cours des périodes successives implique le principe de **permanence des méthodes**. Elle est nécessaire à l'établissement de comparaisons entre exercices. Les modifications de conventions et de méthodes comptables ne doivent intervenir que si elles contribuent à une présentation plus fidèle des états

financiers. Toute modification ayant une incidence importante sur le résultat doit être explicitée dans les notes annexes (cf. dispositions de la norme 14 « Changements de méthodes comptables, changements d'estimations comptables et corrections d'erreur »).

Le principe de **bonne information** énonce que la comptabilité doit être intelligible, pertinente et fiable.

2 - Dispositions normatives

Les dispositions normatives figurent dans le recueil des normes comptables de l'État (RNCE) adopté par arrêté du 21 mai 2004, modifié en dernier lieu par arrêté du 24 juillet 2018 modifié.

Les normes 10 – « Les composantes de la trésorerie » et 11 – « Les dettes financières et les instruments financiers à terme » concernent plus particulièrement les opérations effectuées par l'AFT.

Elles ont été modifiées en dernier lieu par arrêté du 23 septembre 2015 publié au JO du 25 septembre 2015, mettant en application immédiate les avis n° 2015-06 et n° 2015-07 les concernant.

Ces normes s'appliquent aux éléments d'actif et de passif et les charges et produits liés à ces opérations sont traités dans les normes 2 – « Les charges » et 4 – « Les produits de fonctionnement, les produits d'intervention et les produits financiers ».

3 - Modes de comptabilisation et d'évaluation des opérations

3.1 - Règles et méthodes applicables aux postes du bilan

3.1.1 - Trésorerie

Lors de leur comptabilisation initiale, les éléments d'actif et de passif sont comptabilisés pour leur coût d'acquisition, hors frais accessoires. Les créances et dettes diverses accessoires sont rattachées à chacun des éléments d'actif ou de passif.

Disponibilités : les disponibilités sont toutes les valeurs qui, en raison de leur nature, sont immédiatement convertibles en espèces pour leur montant nominal. Les disponibilités sont comptabilisées à l'actif des états financiers de l'exercice au cours duquel les valeurs correspondantes sont acquises :

- pour les virements reçus, les crédits et débits d'office : à l'inscription du débit ou du crédit sur le compte bancaire ;
- pour les virements émis en cours de décaissement : à l'émission du virement.

La rémunération des disponibilités peut être positive et/ou négative mais les intérêts courus sont rattachés à l'actif pour le montant net constaté qui peut être négatif.

Les disponibilités en devises sont converties en euros à la clôture de l'exercice sur la base du dernier cours de change au comptant. Les écarts de conversion sont comptabilisés dans le résultat de l'exercice.

Valeurs mobilières de placement : ce sont des titres financiers dont la définition est donnée par le Code monétaire et financier (articles L211-1 et L211-2 du Code monétaire et financier).

Elles sont comptabilisées dans l'exercice au cours duquel elles sont acquises et les frais accessoires d'acquisition sont comptabilisés en charges.

À la date de clôture, la différence entre la valeur d'inventaire (valeur actuelle représentée par la valeur de marché) et le coût d'entrée peut faire apparaître des plus-values latentes et des moins-values latentes. Les moins-values latentes font l'objet de dépréciations, sans compensation avec les plus-values latentes.

Pour les titres à intérêts précomptés, la différence entre le prix d'achat et la valeur nominale des titres correspond à des produits financiers constatés au compte de résultat.

La rémunération des titres peut être positive et/ou négative et les intérêts constatés d'avance sont rattachés à l'actif pour le montant net constaté qui peut être négatif ou positif.

Autres composantes de la trésorerie : ce sont des valeurs mobilisables à très court terme ne présentant pas de risque de changement de valeur :

- créances résultant des prises en pensions livrées de titres d'État et assimilés ou résultant de prêts ou emprunts en blanc ;
- dettes résultant des mises en pensions livrées de titres d'État et assimilés ou résultant des prêts ou emprunts en blanc ;
- dettes résultant de l'utilisation des lignes de trésorerie.

Ces créances et dettes sont comptabilisées lors du transfert des fonds pour le montant décaissé ou encaissé. Les créances et dettes résultant d'emprunts ou de prêts en blanc sont enregistrées pour le montant nominal déposé. Les dettes liées aux lignes de trésorerie sont imputées pour le montant de la part utilisée des autorisations souscrites. Tout tirage sur la ligne de trésorerie se traduit par un impact en hors bilan sur l'engagement financier reçu.

3.1.2 - Dettes financières et non financières

3.1.2.1 - Titres négociables

Les dettes financières sont inscrites dans les comptes dès lors qu'elles respectent les deux conditions suivantes :

- constituer une dette certaine,
- être évaluable de manière fiable.

Les dettes financières sont enregistrées dans les états comptables de l'exercice au cours duquel l'emprunt a été émis ou contracté et les fonds correspondants ont été reçus ou repris de tiers.

Elles sont enregistrées pour leur valeur de remboursement, qui correspond en général à leur valeur nominale.

Les titres négociables émis par l'État peuvent prendre les différentes formes répertoriées ci-dessous.

OAT à intérêts capitalisés : la contrepartie de la charge financière annuelle d'intérêts est portée en dette financière, à la date de clôture.

Titres à capital et intérêts indexés (OATi et OAT€i indexés sur l'indice des prix à la consommation) : ils sont enregistrés à leur valeur de remboursement qui correspond à leur valeur nominale indexée, lors de leur émission, à chaque date de clôture et lors de leur échéance.

Lorsque la valeur de remboursement d'un emprunt indexé est garantie au pair, la valeur du passif ne peut pas être inférieure à 100 % du nominal.

Le différentiel d'indexation constaté à l'émission des titres indexés est, soit une plus-value correspondant à la part de l'indexation encaissée par l'État, soit une moins-value correspondant à la part de l'indexation supportée par celui-ci. Ce différentiel est inscrit dans un compte de dette distinct du nominal.

Les différentiels d'indexation déterminés au cours de la vie des titres constituent des charges financières si le coefficient d'indexation augmente ou des produits financiers s'il baisse.

Depuis juillet 2017, date du remboursement du dernier BTAN, l'AFT n'émet plus que des titres à moyen et long terme sous le format OAT, OATi et OAT€i.

Titres à intérêts précomptés à l'émission (BTF) : la différence entre le prix d'émission et la valeur nominale des titres correspond à des charges financières constatées au compte de résultat. La rémunération des titres peut être positive et/ou négative et les intérêts constatés d'avance sont rattachés au passif pour le montant net constaté qui peut être négatif ou positif.

Titres à intérêts post comptés (OAT) : les intérêts courus non échus sont comptabilisés en compte de résultat à la date de clôture.

3.1.2.2 - Primes, décotes, frais associés et intérêts courus à l'émission

Primes et décotes : lorsque la technique de l'assimilation est utilisée, les nouvelles émissions sont rattachées à des emprunts existants et le prix des tranches complémentaires est ajusté en fonction des conditions du marché. La différence entre le prix d'émission et la valeur nominale du titre constitue une prime ou une décote qui correspond à une réduction ou à un complément de charges financières pour l'État.

La prime est comptabilisée en produit constaté d'avance au sein des dettes non financières au passif du bilan et la décote est comptabilisée en charge constatée d'avance au sein de l'actif circulant à l'actif du bilan.

Les primes et décotes sont reprises au compte de résultat selon la méthode actuarielle sur la durée de vie de l'emprunt, à la date de clôture.

Les primes et décotes non encore étalées doivent être rapportées au résultat de l'exercice, à la date de remboursement de l'emprunt.

Lors des rachats d'emprunts, un amortissement exceptionnel des primes ou décotes est constaté en appliquant la méthode « premier entré-premier sorti ».

Frais d'émission de titres : ces frais correspondent aux commissions versées aux intermédiaires financiers (commissions de garantie dans le cadre d'une procédure d'adjudication d'OAT personnes physiques, commission de syndication dans le cadre d'une émission par syndication).

Ils sont comptabilisés initialement en charges constatées d'avance à l'actif du bilan.

Ils sont étalés au compte de résultat sur la durée de l'emprunt auquel ils se rapportent selon la méthode linéaire. L'étalement linéaire a été retenu car il ne conduit pas à des incidences en résultat significativement différentes de celles qui auraient été obtenues avec la méthode actuarielle.

Intérêts courus à l'émission : lorsqu'un titre est émis à une date différente de la date de détachement de coupon de la souche, un coupon couru est versé par le souscripteur, correspondant aux intérêts courus entre la date de détachement annuel du coupon et la date d'émission.

Le montant du coupon couru entre la date de détachement de coupon et la date d'émission est perçu et constaté au passif du bilan dans un compte de tiers.

3.1.2.3 - Rachats de titres

Lorsqu'un titre est racheté, la différence entre la valeur de rachat et la valeur nominale, éventuellement indexée, d'un titre, y compris la partie non étalée de la prime ou de la décote à la date du rachat, correspond à une charge ou un produit financier enregistré au compte de résultat.

3.1.2.4 - Emprunts repris de tiers

Les emprunts repris de tiers sont inscrits au bilan en contrepartie d'une charge financière pour la valeur de remboursement de l'emprunt, majorée, le cas échéant, des éléments accessoires à l'emprunt dont notamment les intérêts courus non échus à la date de reprise.

3.1.2.5 - Emprunts en devises

Les emprunts sont comptabilisés à la date de réception des fonds pour leur montant nominal converti au cours du jour. À la date de clôture, leur montant nominal est évalué au cours de change en vigueur, les différences de conversion étant inscrites en compte de résultat en tant que gains ou pertes latentes.

Les intérêts courus en devises sont évalués au cours de change en vigueur et comptabilisés en compte de résultat, à la date de clôture.

À l'échéance, les intérêts sont comptabilisés en résultat, au cours du jour de règlement.

3.1.2.6 - Corrections d'erreurs

Aucune correction n'a été effectuée sur la balance d'entrée de l'exercice 2019.

3.1.3 - Instruments financiers à terme

Les instruments financiers à terme sont des contrats par lesquels l'une des contreparties s'engage vis-à-vis de la seconde à livrer ou à prendre livraison d'un élément sous-jacent, ou encore à payer ou à recevoir un différentiel de prix, à une date d'échéance ou jusqu'à une date d'échéance donnée.

Les montants notionnels des contrats, qu'ils aient ou non vocation à être réglés à terme, ne sont pas comptabilisés au bilan mais font l'objet d'une information appropriée dans l'annexe.

Le traitement comptable sera différencié selon la qualification ou non d'opération de couverture du contrat.

3.1.3.1 - Opérations de couverture

Une opération de couverture consiste à mettre en relation un élément couvert et un instrument de couverture dans l'objectif de réduire le risque d'incidence défavorable de l'exposition couverte sur le résultat ou les flux futurs de l'État.

Un instrument financier à terme mis en œuvre dans le cadre d'une opération de couverture suit un traitement symétrique à l'élément couvert en termes de reconnaissance et de résultat.

Les produits et charges (latents ou réalisés), ainsi que les soultes sont reconnus au compte de résultat de manière symétrique au mode de comptabilisation des produits et charges sur l'élément couvert. Les variations de valeur des instruments de couverture ne sont pas reconnues au bilan, sauf si la reconnaissance en partie ou en totalité de ces variations permet d'assurer un traitement symétrique avec l'élément couvert. Les différentes stratégies de couverture sont répertoriées ci-dessous.

Contrats d'échange de taux en macro-couverture :

L'État met en œuvre une stratégie de gestion de la durée de vie globale de la dette financière qui permet de diminuer en moyenne, sur longue période, la charge d'intérêt, en contrepartie d'une augmentation moyenne de la variabilité à court terme de cette charge.

Achats à terme de devises et couvertures sur produits pétroliers :

L'AFT effectue des opérations de couverture de change et sur produits pétroliers pour le compte d'autres services du ministère de l'Économie et des Finances ou d'autres ministères. Ces opérations sont qualifiées de couvertures au niveau du Compte général de l'État et les effets de ces couvertures sont comptabilisés en résultat de façon symétrique à l'élément couvert.

L'AFT ne gérant pas l'élément couvert, les impacts comptables de ces dérivés ne sont pas repris dans les États comptables de l'AFT. Seuls les engagements vis-à-vis des contreparties externes et leur valeur de marché, ainsi que les opérations réalisées dans l'année avec leur résultat réalisé sont communiqués dans les notes annexes.

3.1.3.2 - Opérations qui ne peuvent pas être qualifiées d'opérations de couverture

Dans le cas où la relation de couverture ne peut pas être démontrée, l'opération est considérée comme étant en position ouverte isolée. Les variations de valeur de l'instrument financier à terme sont inscrites au bilan en contrepartie d'un poste au sein des charges financières nettes.

3.1.3.3 – Appels de marge versés et/ou reçus sur instruments financiers à terme

Les appels de marge sont mis en place pour sécuriser les opérations sur pensions livrées et sur instruments financiers à terme afin de couvrir le risque de contrepartie.

Selon le sens de la variation de la valeur des titres ou contrats d'échange, un appel de marge est versé ou reçu.

Ces appels de marge constituent des créances ou dettes car ils sont restituables par l'État ou la contrepartie. Ils sont comptabilisés pour le montant correspondant à la variation de valeur des contrats, dans la limite d'un seuil fixé contractuellement. Ils font l'objet d'une rémunération.

3.2 - Règles et méthodes applicables aux postes du compte de résultat

3.2.1 - Critère de rattachement des charges et produits financiers à l'exercice

3.2.1.1 – Charges

Les charges financières résultent des dettes financières, des instruments financiers à terme et de la trésorerie.

Pour les charges financières constituant des **intérêts** : le critère de rattachement des charges à l'exercice correspond à l'acquisition par le tiers, *pro rata temporis* des intérêts.

Pour les charges financières constituant des **pertes** : le critère de rattachement est la constatation des pertes, sauf en matière d'instruments financiers à terme de couverture pour lesquels le critère de rattachement est la constatation des produits enregistrés sur l'élément couvert à partir de la date d'échéance du contrat.

Pour les charges financières constituant des **décotes** : est rattachée à l'exercice la quote-part de la décote calculée selon la méthode actuarielle.

3.2.1.2 – Produits

Les produits financiers résultent des dettes financières, des instruments financiers à terme et de la trésorerie.

Sont exclus les gains de change concernant les opérations autres que celles liées au financement et à la trésorerie de l'État.

Ils sont rattachés à l'exercice au cours duquel ils sont acquis par l'État, sous réserve que les produits de l'exercice ou le résultat de l'opération puissent être mesurés de manière fiable.

Pour les produits financiers constituant des **rémunérations** : le critère de rattachement à l'exercice est l'acquisition par l'État, prorata temporis, de ces rémunérations.

Pour les **gains de change** liés aux dettes financières et aux instruments financiers à terme libellés en monnaie étrangère :

- pour les opérations de dette financière, de trésorerie et d'instruments financiers à terme non qualifiées de couverture : le critère de rattachement à l'exercice est la constatation des gains ;
- pour les gains sur instruments financiers à terme de couverture : le critère de rattachement à l'exercice est la constatation des charges enregistrées sur l'élément couvert à partir de la date de l'échéance du contrat.

Pour les dotations aux **amortissements des primes** : le critère de rattachement à l'exercice est la quote-part de la prime calculée selon la méthode actuarielle.

II.4. Notes

1 - Dettes financières et non financières

1.1 - Évolution des dettes financières négociables à moyen et long terme

Au 31 décembre 2019, la dette financière s'élève à 1 732 235,71 millions d'euros contre 1 660 543,77 millions d'euros constatés sur l'exercice 2018, soit une augmentation de 71 691,93 millions d'euros.

ÉVOLUTION 2019 DES TITRES NÉGOCIABLES À LONG ET MOYEN TERME (EN MILLIONS D'EUROS)	OAT			TOTAL TITRES À LONG TERME
	OAT À TAUX FIXE	OAT À TAUX VARIABLE	TOTAL	
Titres négociables à long et moyen terme au 31 décembre 2018	1 439 607,50	220 936,28	1 660 543,77	1 660 543,77
dont valeur nominale	1 423 898,58	194 761,14	1 618 659,73	1 618 659,73
dont différentiel d'indexation, intérêts, coupons courus et assimilés	15 708,91	26 175,13	41 884,05	41 884,05
ÉVOLUTION DE LA VALEUR NOMINALE (1)	65 595,91	5 503,00	71 098,91	71 098,91
Augmentations	228 323,00	17 293,00	245 616,00	245 616,00
dont adjudications	221 323,00	17 293,00	238 616,00	238 616,00
dont syndicats	7 000,00	-	7 000,00	7 000,00
Diminutions	162 727,09	11 790,00	174 517,09	174 517,09
dont amortissements	117 211,09	9 870,00	127 081,09	127 081,09
dont rachats	45 516,00	1 920,00	47 436,00	47 436,00
ÉVOLUTION DES INTÉRÊTS COURUS ET ASSIMILÉS (2)	-693,35	1 286,37	593,02	593,02
Augmentations	15 019,84	3 941,21	18 961,05	18 961,05
dont différentiel d'indexation	-	2 611,50	2 611,50	2 611,50
dont intérêts courus et capitalisés	14 693,38	1 321,15	16 014,53	16 014,53
dont coupons courus	326,45	8,57	335,02	335,02
Diminutions	15 713,19	2 654,84	18 368,03	18 368,03
dont différentiel d'indexation	-	1 302,94	1 302,94	1 302,94
dont intérêts courus	15 439,45	1 343,11	16 782,57	16 782,57
dont coupons courus	273,74	8,79	282,53	282,53
ÉVOLUTION DES TITRES NÉGOCIABLES À LONG ET MOYEN TERME (1) + (2)	64 902,56	6 789,37	71 691,93	71 691,93
Titres négociables à long et moyen terme au 31 décembre 2019	1 504 510,06	227 725,65	1 732 235,71	1 732 235,71
dont valeur nominale	1 489 494,50	200 264,14	1 689 758,64	1 689 758,64
dont différentiel d'indexation, intérêts, coupons courus et assimilés	15 015,56	27 461,50	42 477,06	42 477,06

CHIFFRES DE L'EXERCICE 2019

1.2 - Primes et décotes à l'émission sur OAT

Les primes et décotes sont enregistrées respectivement au passif et à l'actif du bilan, en tant que produits ou charges constatés d'avance à répartir sur la durée de vie de l'emprunt.

ÉTALEMENT DES PRIMES ET DÉCOTES À L'ÉMISSION SUR OAT (EN MILLIONS D'EUROS)					
PRIMES	ÉLÉMENTS DU POSTE "PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE"	AU 31/12/2018 (1)	PRIMES À L'ÉMISSION (2)	ÉTALEMENT DES PRIMES (3)	AU 31/12/2019 (1) + (2) - (3)
		sur OAT à taux fixe	61 080	19 205	7 598
	sur OAT à taux variable	12 047	2 189	1 690	12 546
	TOTAL DES PRIMES	73 127	21 394	9 288	85 233
DÉCOTES	ÉLÉMENTS DU POSTE "CHARGES CONSTATÉS D'AVANCE"	AU 31/12/2018 (1)	DÉCOTES À L'ÉMISSION (2)	AMORTISSEMENT DES DÉCOTES (3)	AU 31/12/2019 (1) + (2) - (3)
	sur OAT à taux fixe	8 467	241	1 184	7 524
		561	-	90	472
	TOTAL DES DÉCOTES	9 028	241	1 274	7 995

1.3 - Titres négociables à court terme

Les bons du Trésor à taux fixe (BTF) représentent le support de l'endettement à court terme.

Au 31 décembre 2019, les BTF s'établissent à 106 933 millions d'euros, soit une diminution de près de 6 % (-5 967 millions d'euros) par rapport à l'exercice 2018.

ÉVOLUTION 2019 DE LA VALEUR NOMINALE DES TITRES NÉGOCIABLES À COURT TERME (EN MILLIONS D'EUROS)	
TITRES NÉGOCIABLES À COURT TERME AU 31 DÉCEMBRE 2018	112 900,00
Augmentations	253 938,00
dont adjudications	253 938,00
Diminutions	259 905,00
dont rachats	-
dont amortissements	259 905,00
ÉVOLUTION DE LA VALEUR NOMINALE	-5 967,00
TITRES NÉGOCIABLES À COURT TERME AU 31 DÉCEMBRE 2019	106 933,00

1.4 - Échéances sur titres négociables

VALEUR NOMINALE DES TITRES NÉGOCIABLES AU 31 DÉCEMBRE 2019 (EN MILLIONS D'EUROS)	VENTILATION PAR DEGRÉ D'EXIGIBILITÉ				
	MOINS D'1 AN EN MILLIONS D'EUROS	DE 1 À 2 ANS EN MILLIONS D'EUROS	DE 2 À 5 ANS EN MILLIONS D'EUROS	PLUS DE 5 ANS EN MILLIONS D'EUROS	
Titres négociables à long et moyen terme	1 689 758,64	130 458,00	140 318,00	440 121,14	978 861,51
OAT à taux fixe	1 489 494,50	110 248,00	124 952,00	384 301,14	869 993,36
OAT à taux variable	200 264,14	20 210,00	15 366,00	55 820,00	108 868,14
BTAN à taux fixe	-	-	-	-	-
BTAN à taux variable	-	-	-	-	-
Titres négociables à court terme	106 933,00	106 933,00	-	-	-
BTF	106 933,00	106 933,00	-	-	-
TOTAL DES TITRES NÉGOCIABLES	1 796 691,64	237 391,00	140 318,00	440 121,14	978 861,51

1.5 - Valeur de marché des titres négociables

VALEUR DE MARCHÉ DES TITRES NÉGOCIABLES AU 31 DÉCEMBRE 2019 (EN MILLIONS D'EUROS)			
TITRES	VALEUR HORS INTÉRÊTS COURUS	VALEUR DES INTÉRÊTS COURUS	VALEUR TOTALE
OAT	2 029 890	16 345	2 046 235
BTF	107 141	-	107 141
TOTAL	2 137 031	16 345	2 153 376

1.6 - Emprunts repris de tiers

SNCF-SAAD

La loi de finances rectificative pour 2007 a autorisé la reprise de dette du Service annexe d'amortissement de la dette (SAAD) de la SNCF, par l'intermédiaire de contrats conclus avec la Caisse de la dette publique (CDP). Cette dette se composait d'emprunts en euros (6 346 millions d'euros) et d'emprunts en devises (1 515 millions d'euros), couverts par des instruments financiers à terme.

Les emprunts repris de tiers s'élèvent à 1 407,07 millions d'euros au 31 décembre 2019, stable par rapport à fin 2018.

Le solde des positions en vie au 31 décembre 2019 correspond à des emprunts dont les caractéristiques sont présentées ci-dessous :

VENTILATION DES EMPRUNTS ET INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME REPRIS DE LA SNCF VIA LA CDP AU 31 DÉCEMBRE 2019 (EN MILLIONS D'EUROS)					
TITRES OU INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME	DATES DE MATURITÉ	MONTANTS	MONTANTS PAR ÉCHÉANCES		INTÉRÊTS COURUS
			MOINS DE 1 AN	DE 1 À 5 ANS	
Emprunts	3 juin 2020	500,00	500,00	-	10,50
	11 août 2023	907,07	-	907,07	31,31
TOTAL		1 407,07			41,81

SNCF Réseau

L'article 229 de la loi de finances n° 2019 1479 du 28 décembre 2019 pour 2020 dispose que :

« I. - La Caisse de la dette publique est autorisée à contracter avec SNCF Réseau tout prêt ou emprunt, en euros, dans la limite de 25 milliards d'euros de capital à rembourser, incluant l'indexation constatée s'agissant des emprunts indexés sur l'inflation.

II. - L'État est autorisé à reprendre à compter du 1^{er} janvier 2020 les droits et obligations afférents aux contrats d'emprunt contractés auprès de la Caisse de la dette publique par SNCF Réseau dans la limite de 25 milliards d'euros de capital à rembourser, incluant l'indexation constatée s'agissant des emprunts indexés sur l'inflation.

III. - Les opérations réalisées au titre du II du présent article sont inscrites directement dans le compte de report à nouveau de SNCF Réseau et ne donnent lieu

à aucune perception d'impôts ou de taxes de quelque nature que ce soit. »

La reprise de dette est mise en œuvre selon des modalités techniques analogues à celles retenues en 2007 pour la reprise de la dette du SAAD de la SNCF. Ces modalités impliquent notamment la conclusion de prêts croisés, aux caractéristiques identiques, entre la CDP et SNCF Réseau pour un montant de 25 milliards d'euros. Par novation à l'un des contrats de prêt et conformément à l'arrêté du 30 décembre 2019 opérant reprise de dette de SNCF Réseau par l'État, l'État se substitue à SNCF Réseau comme débiteur de la CDP. Dès lors, l'État honore chaque année les échéances en principal et intérêts du contrat de prêt le liant à la CDP, laquelle fera de même vis-à-vis de SNCF Réseau.

En hors-bilan, les engagements donnés au 31 décembre 2019 comprennent les 25 milliards d'euros au titre de cette reprise de dette.

1.7 – Appels de marge

Le montant net des dépôts reçus au titre des appels de marge s'élève à 97,36 millions d'euros au 31 décembre 2019.

2 - Trésorerie

2.1 - Valeurs mobilières de placement

Au 31 décembre 2019, ce poste correspond à des billets de trésorerie achetés à l'ACOSS pour 5 milliards d'euros.

Au cours de l'exercice 2019, l'État a acheté pour 22,93 milliards d'euros de billets de trésorerie à intérêts post comptés dont 5 milliards d'euros contractés en décembre 2019 et remboursés en janvier 2020.

2.2 - Autres composantes de la trésorerie

L'essentiel de ce poste renvoie à des placements à court terme visant à optimiser la gestion de la trésorerie et comprend des dépôts sur le marché interbancaire pour 15,3 milliards d'euros, en hausse de 5,4 milliards d'euros. Ces placements prennent la forme de prêts de très courte durée.

2.3 - Lignes de crédit de trésorerie

L'AFT dispose, auprès de plusieurs établissements de crédits ayant la qualité de « Spécialistes en Valeurs du Trésor » (SVT), de lignes de trésorerie d'un montant global de 6 milliards d'euros qu'elle peut mobiliser dans le but de sécuriser la position du compte courant du Trésor à la Banque de France.

3 - Instruments financiers à terme

3.1 - Valeur de marché des instruments financiers à terme

VALEUR DE MARCHÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME (EN MILLIONS D'EUROS)		
INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME	VALEUR NOMINALE	VALEUR DE MARCHÉ
Contrats d'échange de taux		
En macro-couverture	1 000	50
En micro-couverture	500	19
Achats à terme de devises	2 441	22
Contrats d'échange de produits pétroliers	124	4

3.2 - Gestion active de la dette et de la trésorerie (macro-couverture)

Depuis septembre 2002, le programme de réduction de la durée de vie moyenne de la dette par des contrats d'échange de taux a été suspendu compte tenu des conditions de marché, notamment le bas niveau des taux d'intérêt à long terme. Aucune opération ayant pour effet d'augmenter le portefeuille de contrats d'échange n'a donc été conclue durant l'exercice 2019.

3.3 - Contrats d'échange de taux en micro-couverture

Ces montants recouvrent les contrats d'échange de taux d'intérêt adossés à des opérations d'emprunts repris de la SNCF.

Au 31 décembre 2019, seul l'emprunt de 500 millions d'euros est couvert par un contrat d'échange de taux.

3.4 - Opérations de couverture de change

Il s'agit d'opérations de change à terme qui sont des achats ou des ventes de devises, avec un cours fixé dès l'origine, dont le délai séparant la date d'engagement de la date de livraison est supérieur aux délais d'usance (deux jours).

Ces opérations sont effectuées par l'AFT pour le compte d'autres bénéficiaires et n'impactent pas les présents états comptables.

Au cours de l'exercice 2019, des opérations d'achats à terme de devises étrangères contre euros se sont débouclées pour une valeur totale de 681,59 millions d'euros, échangés contre un total de 772,74 millions de dollars et 35 millions de francs suisses.

Le tableau ci-dessous présente les montants des opérations de change en vie à la clôture :

DATES DE CLOTURE	EUROS À VERSER AUX SVT CONTRE DEVICES À RECEVOIR (EN MILLIONS)	US DOLLARS À RECEVOIR DES SVT ET À REVERSER AUX BÉNÉFICIAIRES FINAUX (EN MILLIONS)	CHF À RECEVOIR DES SVT ET À REVERSER AUX BÉNÉFICIAIRES FINAUX (EN MILLIONS)	CONTREVALEUR EN MILLIONS D'EUROS AU COMPTANT	GAINS DE CHANGE LATENT EN MILLIONS D'EUROS
31/12/2018	701,45	838,44	35,00	762,96	61,51
31/12/2019	2 440,78	2 831,13	35,00	2 553,19	112,42

3.5 - Contrats d'échange de produits pétroliers

Ces contrats sont comptabilisés en hors bilan par le service demandeur de la couverture, les flux financiers étant exécutés par le DCM Finances. Ils n'impactent donc pas les présents états comptables et sont mentionnés à titre d'information.

L'AFT effectue des opérations de couverture des approvisionnements en produits pétroliers pour le compte du Service des essences des armées (SEA), relevant du ministère de la Défense.

Il s'agit, depuis 2012, de contrats d'échange de prix sur matières premières (en remplacement des options d'achat pratiquées antérieurement). Ces contrats destinés à couvrir les fluctuations des cours des produits pétroliers consistent en un échange d'un prix fixe figurant dans le contrat, contre un prix variable correspondant à la moyenne des prix de marché observés sur un mois.

Au cours de l'exercice 2019, de nouvelles opérations ont été négociées, pour un montant d'achats sous-jacents de 65,6 millions d'euros.

4 - Charges et produits financiers

4.1 - Charges financières sur titres négociables

Le coût de financement de la dette négociable d'État est constitué de trois éléments : les intérêts payés, l'amortissement des primes et décotes à l'émission et les différentiels d'indexation.

a) Les intérêts sont payés à l'émission pour les BTF (intérêts précomptés), ou aux dates anniversaires des titres pour les OAT (coupons).

Le montant total des charges d'intérêts sur titres négociables s'élève à 35 575,90 millions d'euros sur l'exercice 2019. Il décroît de 1 328,42 millions d'euros par rapport à l'exercice précédent. Cette variation s'explique par la baisse des taux de coupons ces dernières années sur les titres à moyen et long terme émis. Cette diminution fait plus que compenser la hausse du volume de dette.

b) La prime ou décote à l'émission, différence entre le prix d'émission et la valeur faciale émise, résulte de la différence entre le taux de coupon du titre émis et le taux d'intérêt demandé au moment de l'émission. L'amortissement de la prime (ou décote) consiste à affecter cette somme au compte de résultat, de façon étalée sur la durée de vie du titre, afin d'obtenir au total (amortissement plus coupon) la charge financière correspondant au taux d'intérêt demandé à l'émission (voir aussi § 3.1.2.2 des principes et méthodes comptables).

Sur l'exercice 2019, l'amortissement des primes et décotes aboutit à un produit financier net de 8 013,66 millions d'euros. Ce produit augmente de 730,57 millions d'euros par rapport à l'exercice 2018, en conséquence notamment des importantes primes à l'émission enregistrées ces dernières années, qui ont contribué à accroître le stock de primes à amortir.

c) La charge ou le produit d'indexation correspond à la variation du capital à rembourser, en fonction de l'évolution d'un indice. Les deux indices utilisés pour les titres négociables d'État sont l'indice des prix à la consommation hors tabac en France et le même indice en zone euro. (Remarque : du fait de la composante indexation, les taux à l'émission des titres indexés sont plus faibles que ceux des autres titres ; ce sont des taux dits « réels », qui excluent la composante inflation des taux d'intérêts nominaux).

Les charges nettes d'indexation s'élèvent à 1 788,22 millions d'euros en 2019. Elles diminuent de 2 652,54 millions d'euros en raison de la diminution de l'inflation en 2019.

4.2 - Commissions et frais liés à la gestion des emprunts

Ce poste reprend les commissions de syndication versées aux SVT membres du syndicat, étalées sur la durée de vie des titres émis par syndication. Il inclut également les frais facturés par Euroclear, dépositaire des titres émis par l'État, et des frais de communication directement liés à la gestion de la dette.

4.3 - Produits et charges d'intérêts sur le compte courant à la Banque de France

L'État dispose d'un compte unique à la Banque de France qui se démembré en différents comptes d'opérations. Le solde journalier de ce compte courant fait l'objet d'une rémunération.

Les modalités de rémunération des dépôts des administrations publiques auprès des banques centrales nationales, fixées par décision n° 2019/670 et orientation n° 2019/671 du 9 avril 2019 de la Banque centrale européenne (BCE), sont les suivantes :

- en deçà d'un seuil conjointement défini, le taux de rémunération applicable aux dépôts à vue est le taux du marché non sécurisé au jour le jour (EONIA, remplacé à partir de 2022 par l'€STER) ;
- les dépôts au-delà d'un seuil conjointement défini et n'excédant pas 0,04 % du PIB sont rémunérés à un taux d'intérêt de 0 % n'importe quel jour de l'année civile. Quand le taux de la facilité de dépôt devient négatif, ce taux s'applique à ces dépôts ;
- lorsque le taux de marché indiqué au 1^{er} item ci-dessus est inférieur au taux applicable en vertu du 2^e item ci-dessus, l'ensemble des dépôts est rémunéré à ce taux de marché.

À compter du 1^{er} juillet 2019, le solde quotidien du compte unique de l'État à la Banque de France est rémunéré au taux du marché non sécurisé au jour le jour (EONIA) jusqu'au plafond de 788 millions d'euros. Le montant de charges nettes liées à la rémunération du compte à la Banque de France s'élève à 198,51 millions d'euros sur l'exercice 2019.



II.5. Évènements postérieurs à la clôture des comptes

L'épidémie de Covid-19 modifie la situation de l'économie et des finances publiques. Elle entraîne notamment une modification du programme de financement de l'État pour 2020.

L'AFT s'est pleinement mobilisée pour maintenir ses activités dans le contexte de crise sanitaire et a pris les mesures nécessaires pour préserver la santé de ses employés et de ses autres parties prenantes. L'AFT s'est en particulier engagée dans la mise en place de mesures et actions jugées les plus adaptées et nécessaires afin de poursuivre ses activités dans le respect des décisions des autorités. Les règles de contrôle interne et de sécurité informatique sont maîtrisées et préservées pendant toute la durée de la crise. Ainsi les solutions mises en œuvre respectent la sécurité des procédures et la fiabilité des opérations.

Cet événement postérieur à la clôture de l'exercice 2019 sans lien direct avec une situation existant à la clôture est sans conséquence sur les états comptables au 31 décembre 2019.

À la date de publication du Compte général de l'État 2019, le 7 mai 2020, le Parlement avait adopté deux lois de finances rectificatives (LFR) pour 2020, le 23 mars puis le 25 avril 2020. L'impact de la crise sanitaire et les mesures de soutien à l'économie annoncées par le gouvernement pour y répondre augmentent le besoin de financement de 94,1 milliards d'euros par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2020. Le déficit budgétaire est porté à 185,5 milliards d'euros, contre 93,1 milliards d'euros prévus dans la LFI pour 2020.

Dans ce contexte, le ministre de l'Économie et des Finances a arrêté le détail du programme révisé de financement pour 2020. Les émissions de moyen et long terme nettes des rachats s'établiront à 245 milliards d'euros (+40 milliards d'euros par rapport à la LFI pour 2020) tandis que la variation des titres d'État à court terme (BTF) est portée à 64,1 milliards d'euros (+54,1 milliards d'euros par rapport à la LFI pour 2020).

Rapport statistique

Dettes négociables de l'État

Détention par les non-résidents

En % en fin d'année	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ensemble des titres	67,8 %	67,0 %	64,0 %	61,9 %	63,5 %	63,6 %	61,9 %	58,3 %	54,5 %	52,3 %	53,6 %
titres à moyen/long terme (BTAN et OAT)	66,2 %	64,2 %	61,8 %	60,7 %	61,5 %	61,6 %	60,0 %	56,0 %	52,1 %	50,1 %	51,9 %
titres à court terme (BTF)	75,3 %	83,9 %	79,6 %	72,0 %	79,9 %	82,1 %	82,8 %	88,6 %	89,8 %	89,2 %	87,1 %

Source : Banque de France

Encours, contrats d'échange de taux

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ENCOURS DE DETTE (EN MILLIONS D'EUROS)	1 147 985	1 228 971	1 312 980	1 386 154	1 457 220	1 527 562	1 576 372	1 620 597	1 686 112	1 756 400	1 822 805
titres à moyen/long terme (BTAN et OAT)	933 865	1 041 833	1 135 184	1 219 554	1 283 377	1 352 277	1 423 699	1 486 672	1 559 639	1 643 500	1 715 872
dont titres indexés (1)	147 831	159 433	165 914	173 030	173 660	189 258	190 390	199 528	201 742	219 584	226 396
titres à court terme (BTF)	214 120	187 138	177 796	166 600	173 843	175 285	152 673	133 925	126 473	112 900	106 933
ENCOURS DE CONTRATS D'ÉCHANGE DE TAUX (SWAPS) (EN MILLIONS D'EUROS)	20 362	15 562	12 500	10 450	6 900	5 800	5 800	1 000	1 000	1 000	1 000
Durée de vie (avant swaps)	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans	7 ans	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans	7 ans	8 ans
	246 jours	68 jours	57 jours	37 jours	5 jours	363 jours	47 jours	195 jours	296 jours	336 jours	63 jours
Durée de vie (après swaps)	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans	7 ans	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans	7 ans	8 ans
	233 jours	60 jours	52 jours	34 jours	2 jours	362 jours	47 jours	195 jours	296 jours	336 jours	63 jours

Source : Agence France Trésor, Banque de France

(1) pour ces titres, l'encours est égal à la valeur nominale multipliée par le coefficient d'indexation à la date considérée ; à fin 2019 l'engagement lié à l'indexation est de 26,1 Md€.

Données sur la dette négociable de l'État

Encours de la dette négociable

Valeur nominale : **1 796,7 milliards d'euros** fin 2019 (+65,1 milliards d'euros par rapport fin 2018) dont :

- 1 715,9 milliards d'euros de titres à moyen et long terme (OAT)
- 106,9 milliards d'euros de titres à court terme (BTF)

Renouvellement de la dette à moyen et long terme

10,8 % de la dette fin 2018 renouvelée en 2019

(175 milliards d'euros de titres amortis ou rachetés sur 1 619 milliards d'euros d'encours fin 2018)

Durée de vie moyenne

8 ans et 63 jours fin 2019

Contrats d'échange de taux

1 milliard d'euros d'encours fin 2019

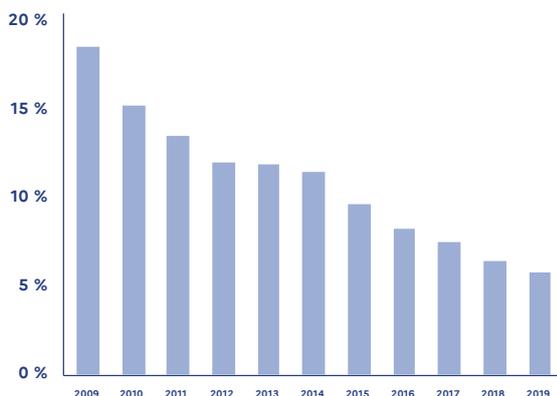
Le programme reste suspendu

Détention par les non-résidents

53,6 % à fin 2019

Part des BTF dans l'encours de la dette négociable de l'État

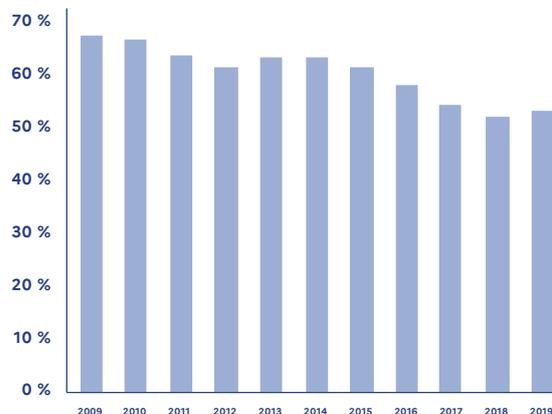
Durée de vie en années et part en %, en fin d'année



Source : Agence France Trésor

Part de la dette négociable détenue par les non-résidents

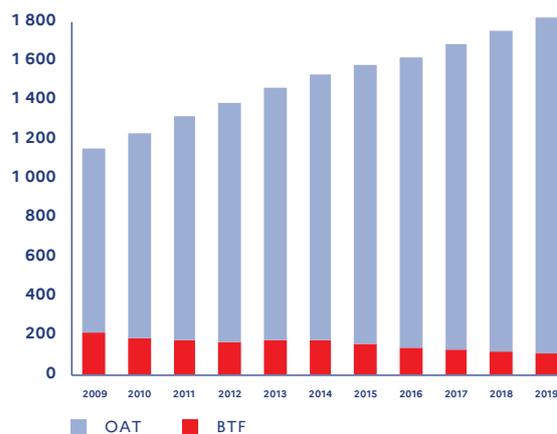
En %, en fin d'année



Source : Banque de France

Encours de BTF et d'OAT

Encours en milliards d'euros, en fin d'année



Source : Agence France Trésor

Dettes à moyen et long terme

Données sur la dette à moyen et long terme

Amortissements en 2019

Titres à taux fixe : **117,2 milliards d'euros** d'amortissement (nominal)

Titres indexés : **11,7 milliards d'euros** + **1,3 milliard d'euros** de supplément d'indexation

Émissions en 2019

32 adjudications en 2019

1 syndication (en février 2019 émission inaugurale d'une nouvelle souche à 30 ans, l'OAT 1,50 % 25 mai 2050)

Titres à taux fixe : **228,3 milliards d'euros** (nominal)

Titres indexés : **17,3 milliards d'euros** (nominal)

Ratio moyen de couverture* : **2,35**

* volume des soumissions rapporté au volume adjugé, avant ONC

Rachats en 2019

45,6 milliards d'euros (nominal)

Création de lignes en 2019

2 NOUVELLES OAT MOYEN TERME À TAUX FIXE

2 ans long OAT 0,00 % 25 février 2022

5 ans OAT 0,00 % 25 mars 2025

3 NOUVELLES OAT LONG TERME À TAUX FIXE

10 ans OAT 0,50 % 25 mai 2029

10 ans OAT 0,00 % 25 novembre 2029

30 ans OAT 1,50 % 25 mai 2050

1 NOUVELLE LIGNE INDEXÉE

France OAT€i 0,10 % 1^{er} mars 2029

TAUX MOYEN À L'ÉMISSION DES LIGNES À TAUX FIXE

	ENSEMBLE	DONT 10 ANS
2019	0,11 %	0,23 %
2018	0,53 %	0,81 %
2017	0,65 %	0,83 %
2016	0,37 %	0,48 %
2015	0,63 %	0,93 %
Moyenne 2009-2014	2,17 %	2,84 %
Moyenne 1998-2008	4,15 %	4,44 %

Encours et flux de dette à moyen et long terme

En millions d'euros	MONTANTS NOMINAUX		
	TITRES À TAUX FIXE	TITRES INDEXÉS	TOTAL
ENCOURS FIN 2018 (1)	1 423 899	194 761	1 618 660
Émissions	228 323	17 293	245 616
adjudications	221 323	17 293	238 616
syndications	7 000	–	7 000
Rachats (2)	45 516	100	45 616
gré à gré	45 516	100	45 616
adjudications à l'envers	–	–	–
ÉMISSIONS NETTES DES RACHATS	182 807	17 193	200 000
Amortissements	117 211	11 690	128 901
FLUX NETS	65 596	5 503	71 099
ENCOURS FIN 2019 (1)	1 489 495	200 264	1 689 759

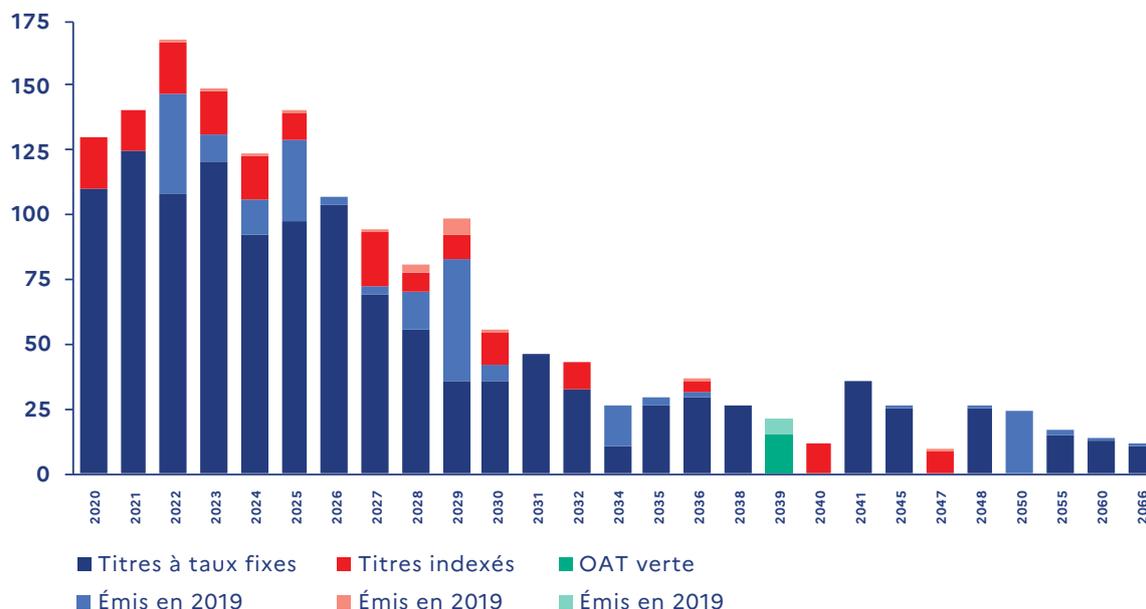
Source : Agence France Trésor

(1) encours en valeur faciale émise ; ils n'incluent pas l'indexation du capital, à la différence d'encours indiqués dans d'autres tableaux

(2) hors rachats de titres venant à échéance dans l'année, comptabilisés avec les amortissements

Composition de la dette À moyen et long terme au 31/12/2019

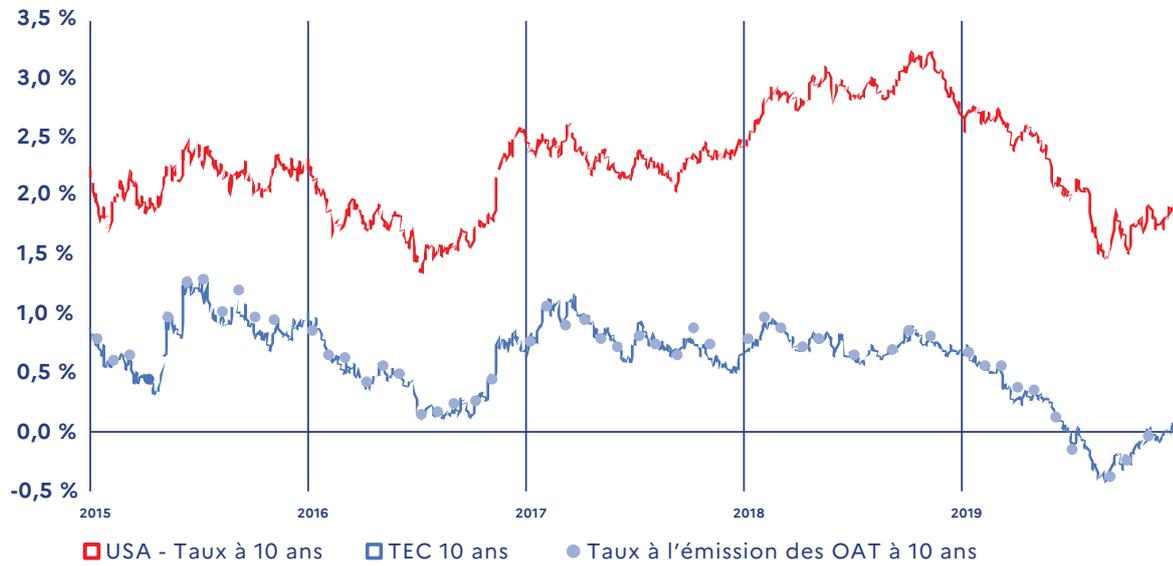
Valeur nominale, en milliards d'euros



Source : Agence France Trésor

Taux d'intérêt à long terme

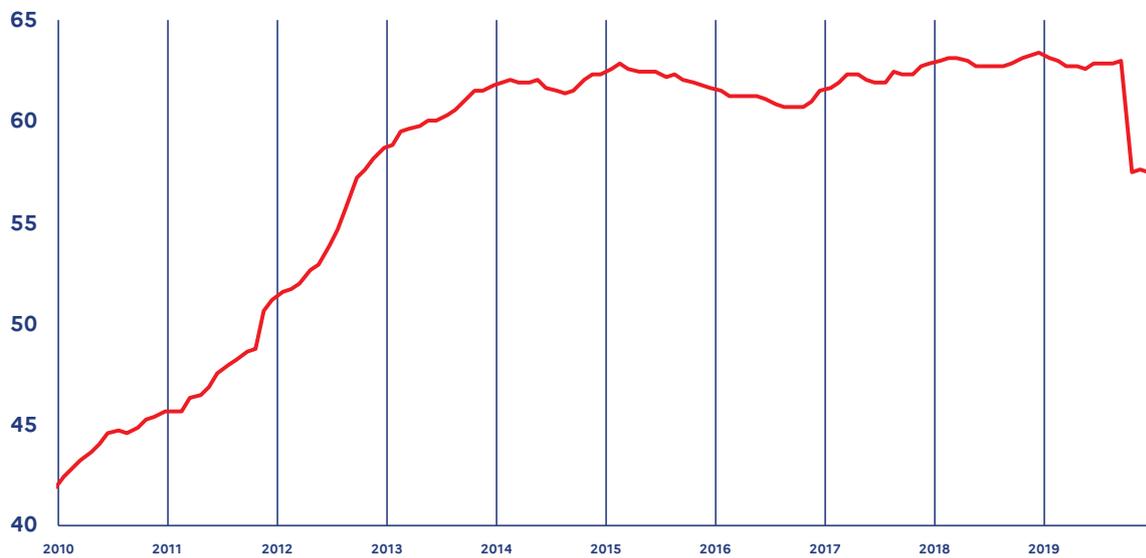
En %



Source : US Treasury, Banque de France, Agence France Trésor

Encours de titres démembrés

En milliards d'euros



Source : Euroclear

Détail des opérations sur titres de moyen-long terme en 2019

En millions d'euros	ENCOURS FIN 2018	ÉMISSIONS 2019	RACHATS 2019	ENCOURS FIN 2019
OAT 0,00 % 25/02/2020	22 335	–	7 245	15 090
OAT 3,50 % 25/04/2020	37 246	–	10 985	26 261
OAT 0,00 % 25/05/2020	20 969	–	2 637	18 332
OAT€i 2,25 % 25/07/2020	20 310	–	100	20 210
OAT 2,50 % 25/10/2020	35 362	–	4 815	30 547
OAT 0,25 % 25/11/2020	24 782	–	4 764	20 018
OAT 0,00 % 25/02/2021	31 275	–	4 083	27 192
OAT 3,75 % 25/04/2021	39 352	–	2 017	37 335
OAT 0,00 % 25/05/2021	29 504	–	7 095	22 409
OAT 3,25 % 25/10/2021	39 891	–	1 875	38 016
OAT 0,00 % 25/02/2022	–	29 253	–	29 253
OAT 0,00 % 25/05/2022	27 457	4 209	–	31 666
OAT€i 1,10 % 25/07/2022	19 013	840	–	19 853
OAT 2,25 % 25/10/2022	32 445	6 137	–	38 582
OAT 0,00 % 25/03/2023	29 059	5 428	–	34 487
OAT 1,75 % 25/05/2023	36 172	5 048	–	41 220
OATi 2,10 % 25/07/2023	16 405	1 643	–	18 048
OAT 0,00 % 25/03/2024	20 296	13 772	–	34 068
OAT€i 0,25 % 25/07/2024	16 574	1 345	–	17 919
OATi 0,10 % 01/03/2025	10 257	251	–	10 508
OAT 0,00 % 25/03/2025	–	27 797	–	27 797
OAT 0,50 % 25/05/2025	37 066	1 231	–	38 297
OAT 6,00 % 25/10/2025	29 594	1 060	–	30 654
OAT 1,00 % 25/11/2025	30 473	2 165	–	32 638
OAT 3,50 % 25/04/2026	36 867	1 728	–	38 595
OAT 0,50 % 25/05/2026	33 274	2 276	–	35 550
OAT€i 1,85 % 25/07/2027	20 821	339	–	21 160
OAT 2,75 % 25/10/2027	37 454	3 299	–	40 753
OATi 0,10 % 01/03/2028	7 675	3 182	–	10 857
OAT 0,75 % 25/05/2028	33 272	2 072	–	35 344
OAT 0,75 % 25/11/2028	22 300	12 058	–	34 358
OAT€i 0,10 % 01/03/2029	–	5 914	–	5 914
OAT 5,50 % 25/04/2029	35 645	2 036	–	37 681
OAT 0,50 % 25/05/2029	–	33 281	–	33 281
OATi 3,40 % 25/07/2029	8 734	451	–	9 185
OAT 0,00 % 25/11/2029	–	12 327	–	12 327
OAT 2,50 % 25/05/2030	35 119	6 523	–	41 642
OAT€i 0,70 % 25/07/2030	13 000	557	–	13 557
OAT 1,25 % 25/05/2034	10 054	15 705	–	25 759
OAT 4,75 % 25/04/2035	26 678	2 326	–	29 004
OAT 1,25 % 25/05/2036	29 226	2 060	–	31 286
OAT€i 0,10 % 25/07/2036	3 916	1 779	–	5 695
OAT 1,75 % 25/06/2039	14 793	5 884	–	20 677
OAT 3,25 % 25/05/2045	24 908	916	–	25 824
OAT€i 0,10 % 25/07/2047	8 468	992	–	9 460
OAT 2,00 % 25/05/2048	24 815	1 594	–	26 409
OAT 1,50 % 25/05/2050	–	24 265	–	24 265
OAT 4,00 % 25/04/2055	14 926	1 657	–	16 583
OAT 4,00 % 25/04/2060	13 055	1 085	–	14 140
OAT 1,75 % 25/05/2066	10 581	1 131	–	11 712
ENSEMBLE		245 616	45 616	
titres non indexés		228 323	45 516	
titres indexés		17 293	100	

Source : Agence France Trésor

Financement de l'État

Besoin de financement

220,5 milliards d'euros en 2019 dont :

- 130,2 milliards d'euros d'amortissement d'OAT (suppléments d'indexation inclus)
- 92,7 milliards d'euros de déficit à financer (hors dépenses d'avenir)

Ressources de financement

200,0 milliards d'euros d'émissions d'OAT en 2019 (net des rachats)

+20,5 milliards d'euros de ressources complémentaires en 2019 dont :

- 11,5 milliards d'euros d'augmentation des dépôts des correspondants (hors comptes d'investissements d'avenir)
- 20,6 milliards d'euros d'autres ressources (essentiellement des primes à l'émission, nettes des décotes)

moins :

- 6,0 milliards d'euros par diminution de l'encours des BTF
- 5,7 milliards d'euros par augmentation des disponibilités (contribution négative aux ressources de financement)

Tableau de financement de l'État

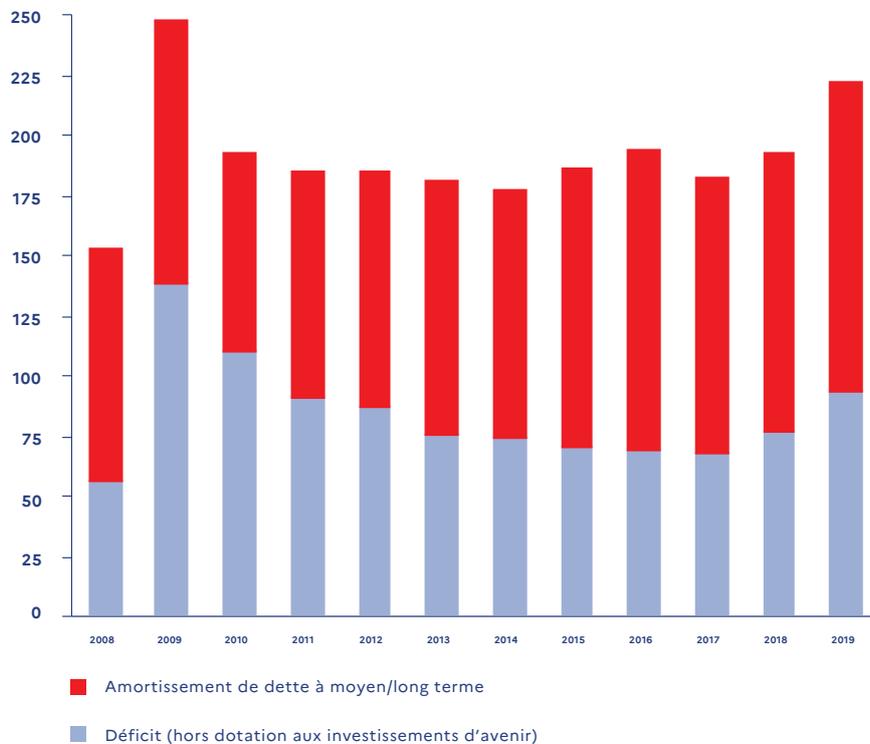
En milliards d'euros	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
BESOIN DE FINANCEMENT	246,4	196,8	185,6	187,0	185,5	179,1	189,1	194,1	183,1	192,0	220,5
Amortissement de la dette à moyen/long terme	110,1	82,9	94,9	97,9	106,7	103,8	116,4	124,9	115,2	116,6	130,2
dont nominal	107,7	82,2	93,0	95,3	103,8	103,8	114,1	124,5	112,8	115,9	128,9
dont suppléments d'indexation versés à échéance	2,5	0,8	1,8	2,7	2,8	-	2,3	0,4	2,4	0,7	1,3
Amortissements des autres dettes	1,6	4,1	0,6	1,3	6,1	0,2	0,1	-	-	-	-
Déficit à financer	138,0	110,1	90,7	87,2	74,9	73,6	70,5	69,1	67,7	76,1	92,7
Autres besoins de trésorerie	-3,4	-0,4	-0,6	0,6	-2,2	1,5	2,0	0,1	0,3	-0,7	-2,4
RESSOURCES DE FINANCEMENT	246,4	196,8	185,6	187,0	185,5	179,1	189,1	194,1	183,1	192,0	220,5
Émissions à moyen/long terme nettes des rachats	165,0	188,0	184,0	178,0	168,8	172,0	187,0	187,0	185,0	195,0	200,0
Ressources affectées à la CDP et consacrées au désendettement	-	-	-	-	-	1,5	0,8	-	-	-	-
Variation de l'encours de titres d'État à court terme	75,8	-27,0	-9,3	-11,2	7,2	1,4	-22,6	-18,7	-7,5	-13,6	-6,0
Variation des dépôts des correspondants	0,8	6,0	13,4	13,4	-4,2	-1,3	6,7	1,6	4,7	9,9	11,5
Variation des disponibilités (1)	-0,5	22,1	-3,9	-2,0	7,9	-1,4	-5,2	4,6	-9,2	-11,1	-5,7
Autres ressources nettes de trésorerie	5,3	7,7	1,5	8,9	5,7	6,9	22,4	19,7	10,0	11,8	20,6

Sources : Agence France Trésor, DGFIP

(1) y compris placements à court terme ; un signe positif correspond à une baisse de l'encours.

Besoin de financement de l'État

En milliards d'euros



Sources : Agence France Trésor, DGFIP

Données sur la charge de la dette

Comptabilité budgétaire

40,3 milliards d'euros de charge nette imputée sur le programme « charge de la dette et trésorerie de l'État » en 2018 dont :

- **39,1 milliards d'euros** pour la dette négociable de l'État
- diminution de **1,8 milliard d'euros** par rapport à la loi de finances initiale (42,1 milliards d'euros)
- diminution de **1,3 milliard d'euros** par rapport à l'exécution 2018 (41,5 milliards d'euros)

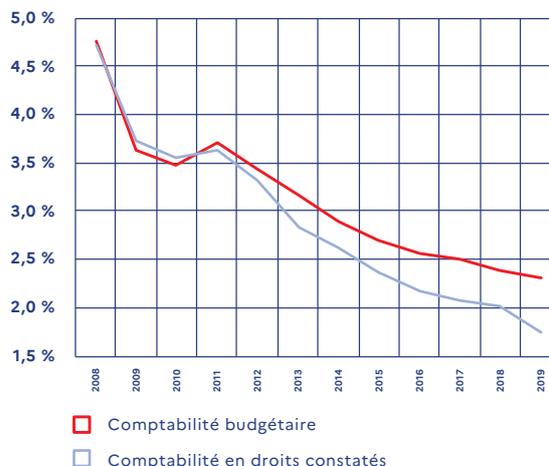
Comptabilité en droits constatés

29,4 milliards d'euros de charge nette pour la seule dette négociable de l'État (hors trésorerie et dettes reprises) en 2019 dont :

- **36,2 milliards d'euros** de coupons courus sur les OAT
- **1,8 milliards d'euros** de charge d'indexation du capital des titres indexés
- **-8,0 milliards d'euros** d'impact des primes et décotes à l'émission (allègement de charge)
- **-0,6 milliard d'euros** d'intérêts sur les BTF

Charge de la dette négociable (OAT et BTF)

Taux implicite (charge de l'année rapportée à l'encours de début d'année), en %



Source : Agence France Trésor

Charge de la dette et de la trésorerie de l'État – comptabilité budgétaire

En millions d'euros	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DETTE NÉGOCIABLE – CHARGE NETTE (1)	36 895	39 801	45 502	45 182	43 778	42 193	41 094	40 301	40 541	40 378	38 998
OAT et BTAN – charge nette d'intérêts	35 128	36 505	39 924	41 339	41 849	41 118	40 896	41 041	39 087	37 753	36 898
intérêts versés	37 923	39 330	42 897	43 958	43 735	43 339	42 702	42 195	40 291	38 764	37 978
recette de coupons courus à l'émission (-)	2 795	2 825	2 973	2 620	1 887	2 221	1 806	1 154	1 205	1 011	1 080
OAT et BTAN – charge d'indexation	84	2 267	3 967	3 638	1 772	932	499	13	2 309	3 348	2 764
BTF – intérêts versés	1 682	1 029	1 611	206	158	142	-301	-753	-855	-723	-664
AUTRES CHARGES ET PRODUITS											
Dettes reprises – charge nette	504	412	265	231	180	83	81	80	80	79	79
Dettes non négociable	2	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Investissements d'avenir – rémunération	-	165	408	645	667	688	751	754	750	752	752
trésorerie – charge nette	204	104	66	234	242	181	204	282	297	316	409
Charges	540	248	365	309	253	205	205	282	297	316	409
Produits	336	144	300	75	11	24	1	0	0	0	0
Autres	20	20	14	9	17	14	6	30	31	16	18
CHARGE TOTALE DE LA DETTE ET DE LA TRÉSORERIE	37 625	40 503	46 256	46 303	44 886	43 159	42 136	41 447	41 697	41 541	40 256
Contrats d'échange de taux d'intérêts – gains	140	386	322	307	208	134	145	145	25	25	26
Produits	1 210	800	619	488	290	185	155	155	28	29	30
Charges	1 070	414	297	181	82	51	10	10	4	4	4

Sources : Agence France Trésor, DGFIP

(1) Hors frais et commissions ; hors gains/pertes sur rachats

Charge de la dette négociable de l'État – comptabilité en droits constatés

En millions d'euros	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DETTE NÉGOCIABLE – CHARGE NETTE (1)	37 855	40 762	44 529	43 588	39 207	38 305	36 126	34 365	33 499	34 062	29 350
OAT et BTAN – charge d'intérêts et assimilés	35 831	37 006	38 507	39 411	37 993	37 450	36 135	34 038	31 834	30 387	28 206
intérêts courus	35 736	38 176	40 285	41 690	41 016	40 667	40 687	40 222	38 612	37 670	36 219
étalement des décotes à l'émission (+)	1 457	1 234	1 372	1 491	1 400	1 530	1 621	1 474	1 389	1 288	1 274
étalement des primes à l'émission (-)	1 362	2 404	3 149	3 771	4 423	4 747	6 173	7 658	8 166	8 571	9 288
OAT et BTAN – charge d'indexation (2)	-338	2 642	4 412	3 618	1 106	648	170	955	2 535	4 441	1 788
BTF – intérêts courus	2 362	1 114	1 610	559	109	208	-179	-628	-871	-765	-643

Sources : Agence France Trésor, DGFIP

(1) Hors frais et commissions ; hors gains/pertes sur rachats

(2) du fait de la baisse des prix, un produit est enregistré en 2009 (compté négativement en allègement de charges).

Dettes à court terme

Données sur la dette à court terme

Encours de BTF

Encours fin 2019 : **106,9 milliards d'euros**

Diminution de **6,0 milliards d'euros** en 2019

Émissions de BTF

50 adjudications en 2019

5,1 milliards d'euros émis en moyenne par adjudication

Ratio moyen de couverture* en 2019 : **3,16**

* volume des soumissions rapporté au volume adjudgé, avant ONC

Taux des opérations de refinancement de la Banque centrale européenne

Fin 2018 : **0,00 %**

Fin 2019 : **0,00 %**

Taux moyen à l'émission

	ENSEMBLE	DONT 3 MOIS
2019	-0,58 %	-0,57 %
2018	-0,60 %	-0,60 %
2017	-0,62 %	-0,63 %
2016	-0,53 %	-0,54 %
2015	-0,19 %	-0,19 %
Moyenne 2009-2014	0,36 %	0,31 %
Moyenne 1998-2008	3,15 %	3,10 %

Source : Agence France Trésor

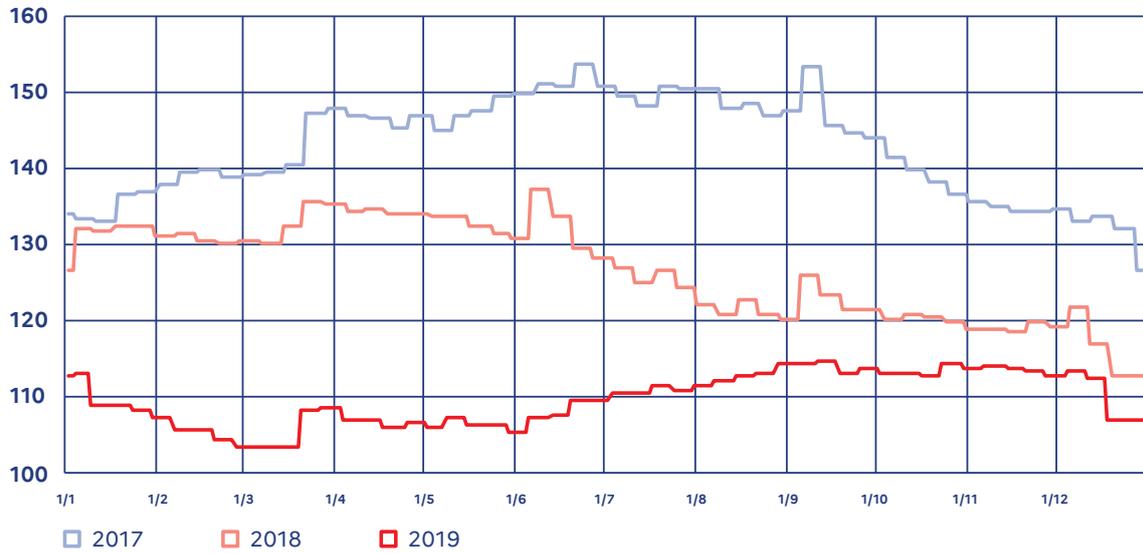
Encours et flux de BTF

En millions d'euros	
ENCOURS FIN 2018	112 900
ÉMISSIONS 2019	253 938
BTF moins de 2 mois	5 980
BTF de 3 mois	132 018
BTF de 4 à 5 mois	797
BTF de 6 mois	56 200
BTF de 7 à 11 mois	1 668
BTF de 12 mois	57 275
AMORTISSEMENTS 2019	259 905
BTF moins de 2 mois	5 705
BTF de 3 mois	139 061
BTF de 4 à 5 mois	797
BTF de 6 mois	58 119
BTF de 7 à 11 mois	823
BTF de 12 mois	55 400
ENCOURS FIN 2019	106 933

Source : Agence France Trésor

Profil de l'encours de BTF

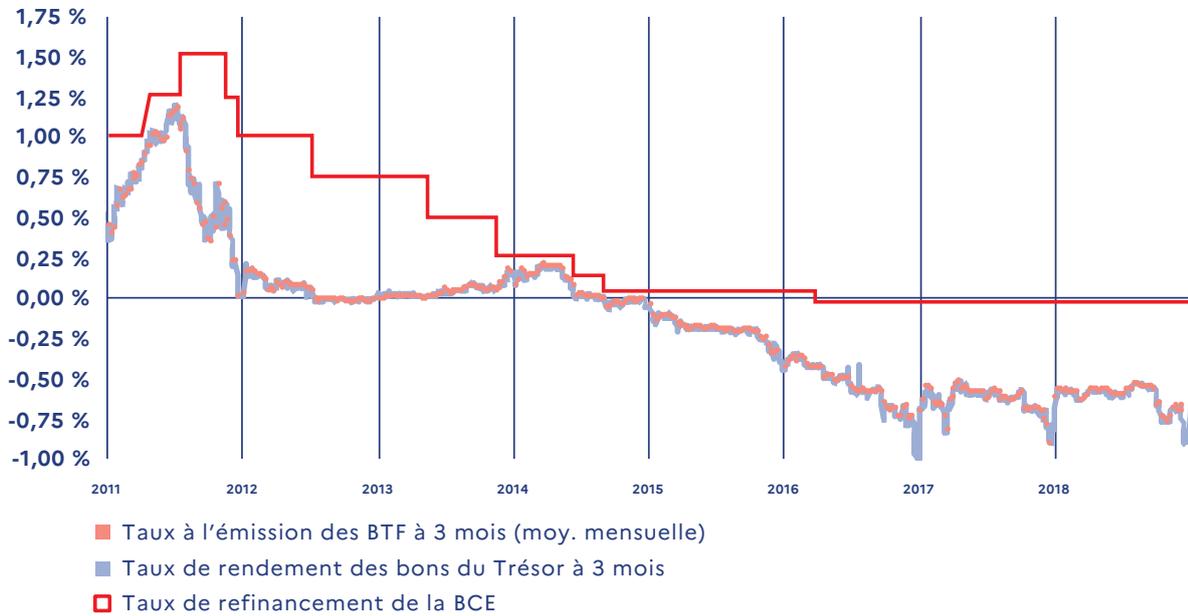
En milliards d'euros



Source : Agence France Trésor

Taux d'intérêt

En %



Sources : Banque de France, Agence France Trésor

Rachats de gré à gré par l'État (OAT)

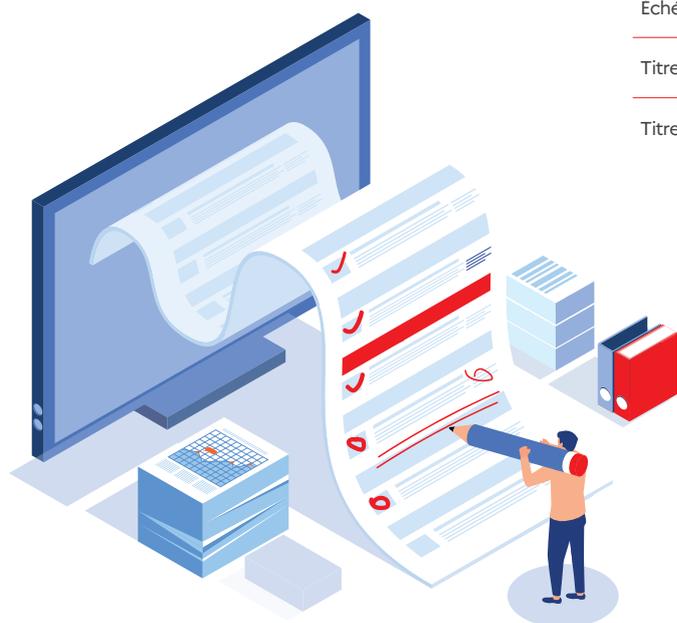
En millions d'euros	
SELON LE MOIS DE RACHAT	VOLUME RACHETÉ *
Janvier 2019	1 000
Février 2019	3 940
Mars 2019	15 545
Avril 2019	2 100
Mai 2019	4 127
Juin 2019	3 759
Juillet 2019	–
Août 2019	2 870
Septembre 2019	1 904
Octobre 2019	4 000
Novembre 2019	3 829
Décembre 2019	2 542

* hors titres venant à échéance dans l'année

En millions d'euros	
SELON LA LIGNE RACHETÉE	VOLUME RACHETÉ *
OAT 0,00 % 25 février 2020	7 245
OAT 3,50 % 25 avril 2020	10 985
OAT 0,00 % 25 mai 2020	2 637
OAT€i 2,25 % 25 juillet 2020	100
OAT 2,50 % 25 octobre 2020	4 815
OAT 0,25 % 25 novembre 2020	4 764
OAT 0,00 % 25 février 2021	3 933
OAT 3,75 % 25 avril 2021	2 017
OAT 0,00 % 25 mai 2021	7 245
OAT 3,25 % 25 octobre 2021	1 875

* hors titres venant à échéance dans l'année

TOTAL DES RACHATS	45 616
Échéance 2020	30 546
Échéance 2021	15 070
Titres à taux fixe	45 516
Titres indexés	100



Composition de la dette négociable de l'État au 31 décembre 2019

Dette à court terme

<i>En euros</i>		
CODE	ÉCHÉANCE	ENCOURS (€)
FR0125375099	BTF 2 janvier 2020	4 991 000 000
FR0125848491	BTF 8 janvier 2020	5 192 000 000
FR0125692428	BTF 15 janvier 2020	5 122 000 000
FR0125848509	BTF 22 janvier 2020	5 533 000 000
FR0125375107	BTF 29 janvier 2020	4 440 000 000
FR0125848517	BTF 5 février 2020	5 337 000 000
FR0125692436	BTF 12 février 2020	4 184 000 000
FR0125848525	BTF 19 février 2020	5 438 000 000
FR0125375115	BTF 26 février 2020	4 483 000 000
FR0125848533	BTF 4 mars 2020	5 551 000 000
FR0125692444	BTF 11 mars 2020	4 480 000 000
FR0125533119	BTF 25 mars 2020	5 811 000 000
FR0125848558	BTF 8 avril 2020	4 008 000 000
FR0125533127	BTF 22 avril 2020	4 897 000 000
FR0125848566	BTF 6 mai 2020	3 275 000 000
FR0125533135	BTF 20 mai 2020	4 669 000 000
FR0125533143	BTF 17 juin 2020	4 616 000 000
FR0125692451	BTF 15 juillet 2020	5 158 000 000
FR0125692469	BTF 12 août 2020	5 267 000 000
FR0125692477	BTF 9 septembre 2020	4 087 000 000
FR0125848467	BTF 7 octobre 2020	5 263 000 000
FR0125848475	BTF 4 novembre 2020	5 131 000 000
TOTAL BTF	ENCOURS	106 933 000 000
	DURÉE DE VIE (JOURS)	108

Dettes à moyen et long terme (échéances 2020–2026)

En euros							
CODE	LIBELLÉ	ENCOURS (€)		COEFF. IND.	ENCOURS NOMI. (€)	DÉMEMBRÉS (€)	CAC*
	ÉCHÉANCE 2020	136 130 744 900					
FR0013232485	OAT 0,00 % 25 février 2020	15 090 000 000				0	x
FR0010854182	OAT 3,50 % 25 avril 2020	26 261 000 000				0	
FR0012557957	OAT 0,00 % 25 mai 2020	18 332 000 000				0	x
FR0010050559	OAT€i 2,25 % 25 juillet 2020	25 882 744 900	(1)	1,28069	20 210 000 000	0	
FR0010949651	OAT 2,50 % 25 octobre 2020	30 547 000 000				0	
FR0012968337	OAT 0,25 % 25 novembre 2020	20 018 000 000				3 000 000	x
	ÉCHÉANCE 2021	141 086 952 080					
FR0013311016	OAT 0,00 % 25 février 2021	27 342 000 000				0	x
FR0013140035	OAT€i 0,10 % 1 mars 2021	7 943 392 080	(1)	1,04988	7 566 000 000	0	x
FR0010192997	OAT 3,75 % 25 avril 2021	37 335 000 000				0	
FR0013157096	OAT 0,00 % 25 mai 2021	22 259 000 000				0	x
FR0011347046	OATi 0,10 % 25 juillet 2021	8 191 560 000	(1)	1,05020	7 800 000 000	0	
FR0011059088	OAT 3,25 % 25 octobre 2021	38 016 000 000				0	
	ÉCHÉANCE 2022	169 769 381 960					
FR0013398583	OAT 0,00 % 25 février 2022	29 253 000 000				0	x
FR0000571044	OAT 8,25 % 25 avril 2022	1 243 939 990				676 888 400	
FR001196856	OAT 3,00 % 25 avril 2022	46 422 000 000				0	
FR0013219177	OAT 0,00 % 25 mai 2022	31 666 000 000				0	x
FR0010899765	OAT€i 1,10 % 25 juillet 2022	22 602 441 970	(1)	1,13849	19 853 000 000	0	
FR0011337880	OAT 2,25 % 25 octobre 2022	38 582 000 000				0	
	ÉCHÉANCE 2023	151 848 148 223					
FR0013283686	OAT 0,00 % 25 mars 2023	34 487 000 000				0	x
FR0000571085	OAT 8,50 % 25 avril 2023	10 606 195 903				5 388 665 200	
FR0011486067	OAT 1,75 % 25 mai 2023	41 220 000 000				0	x
FR0010585901	OATi 2,10 % 25 juillet 2023	20 616 952 320		1,14234	18 048 000 000	0	
FR0010466938	OAT 4,25 % 25 octobre 2023	44 918 000 000	(1)			445 085 000	
	ÉCHÉANCE 2024	125 007 341 850					
FR0013344751	OAT 0,00 % 25 mars 2024	34 068 000 000				0	x
FR0011619436	OAT 2,25 % 25 mai 2024	34 810 000 000				0	x
FR0011427848	OAT€i 0,25 % 25 juillet 2024	19 104 341 850	(1)	1,06615	17 919 000 000	0	x
FR0011962398	OAT 1,75 % 25 novembre 2024	37 025 000 000				42 000 000	x
	ÉCHÉANCE 2025	140 327 278 038					
FR0012558310	OATi 0,10 % 1 mars 2025	10 941 349 920	(1)	1,04124	10 508 000 000	0	x
FR0013415627	OAT 0,00 % 25 mars 2025	27 797 000 000				0	x
FR0012517027	OAT 0,50 % 25 mai 2025	38 297 000 000				0	x
FR0000571150	OAT 6,00 % 25 octobre 2025	30 653 928 118				2 836 964 400	
FR0012938116	OAT 1,00 % 25 novembre 2025	32 638 000 000				0	x
	ÉCHÉANCE 2026	107 269 000 000					
FR0010916924	OAT 3,50 % 25 avril 2026	38 595 000 000				0	
FR0013131877	OAT 0,50 % 25 mai 2026	35 550 000 000				0	x
FR0013200813	OAT 0,25 % 25 novembre 2026	33 124 000 000				0	x

* Les certificats des titres créés après le 1^{er} janvier 2013 sont assortis de clauses d'action collectives (CAC) comme tous les titres obligataires de la zone euro, par conséquent non assimilables aux souches émises avant cette date.

(1) valeur nominale x coefficient d'indexation (valeur nominale si le coefficient est inférieur à 1).

Dette à moyen et long terme (échéances 2027 et plus)

En euros							
CODE	LIBELLÉ	ENCOURS (€)		COEFF. IND.	ENCOURS NOMI. (€)	DÉMEMBRÉS (€)	CAC*
	ÉCHÉANCE 2027	95 944 462 000					
FR0013250560	OAT 1,00 % 25 mai 2027	31 451 000 000				0	x
FR0011008705	OATéi 1,85 % 25 juillet 2027	23 740 462 000	(1)	1,12195	21 160 000 000	0	
FR0011317783	OAT 2,75 % 25 octobre 2027	40 753 000 000				53 043 600	
	ÉCHÉANCE 2028	81 015 962 911					
FR0013238268	OATi 0,10 % 1 mars 2028	11 285 851 500	(1)	1,03950	10 857 000 000	0	x
FR0000571226	OAT zéro coupon 28 mars 2028	28 111 411	(2)		46 232 603	-	
FR0013286192	OAT 0,75 % 25 mai 2028	35 344 000 000				0	x
FR0013341682	OAT 0,75 % 25 novembre 2028	34 358 000 000				0	x
	ÉCHÉANCE 2029	101 224 385 895					
FR0013410552	OATéi 0,10 % 1 mars 2029	5 973 967 960	(1)	1,01014	5 914 000 000	0	x
FR0000571218	OAT 5,50 % 25 avril 2029	37 680 880 458				2 500 846 100	
FR0013407236	OAT 0,50 % 25 mai 2029	33 281 000 000				0	x
FR0000186413	OATi 3,40 % 25 juillet 2029	11 961 537 477	(1)	1,30227	9 185 144 000	0	
FR0013451507	OAT 0,00 % 25 novembre 2029	12 327 000 000				0	x
	ÉCHÉANCE 2030	55 910 064 650					
FR0011883966	OAT 2,50 % 25 mai 2030	41 642 000 000				0	x
FR0011982776	OATéi 0,70 % 25 juillet 2030	14 268 064 650	(1)	1,05245	13 557 000 000	0	x
	ÉCHÉANCE 2031	45 948 000 000					
FR0012993103	OAT 1,50 % 25 mai 2031	45 948 000 000				53 500 000	x
	ÉCHÉANCE 2032	45 897 418 600					
FR0000188799	OATéi 3,15 % 25 juillet 2032	13 735 096 000	(1)	1,29760	10 585 000 000	0	
FR0000187635	OAT 5,75 % 25 octobre 2032	32 162 322 600				10 942 757 400	
	ÉCHÉANCES 2033 ET PLUS	318 493 169 930					
FR0013313582	OAT 1,25 % 25 mai 2034	25 759 000 000				0	x
FR0010070060	OAT 4,75 % 25 avril 2035	29 004 000 000				4 583 637 000	
FR0013154044	OAT 1,25 % 25 mai 2036	31 286 000 000				0	x
FR0013327491	OATéi 0,10 % 25 juillet 2036	5 878 834 600	(1)	1,03228	5 695 000 000	0	x
FR0010371401	OAT 4,00 % 25 octobre 2038	26 534 000 000				4 713 941 400	
FR0013234333	OAT 1,75 % 25 juin 2039	20 677 000 000				0	x
FR0010447367	OATéi 1,80 % 25 juillet 2040	14 360 174 530	(1)	1,20199	11 947 000 000	0	
FR0010773192	OAT 4,50 % 25 avril 2041	36 152 000 000				6 325 599 000	
FR0011461037	OAT 3,25 % 25 mai 2045	25 824 000 000				1 409 010 000	x
FR0013209871	OATéi 0,10 % 25 juillet 2047	9 909 160 800	(1)	1,04748	9 460 000 000	0	x
FR0013257524	OAT 2,00 % 25 mai 2048	26 409 000 000				704 100 000	x
FR0013404969	OAT 1,50 % 25 mai 2050	24 265 000 000				138 600 000	x
FR0010171975	OAT 4,00 % 25 avril 2055	16 583 000 000				8 371 118 000	
FR0010870956	OAT 4,00 % 25 avril 2060	14 140 000 000				7 550 304 100	
FR0013154028	OAT 1,75 % 25 mai 2066	11 712 000 000				713 600 000	x
TOTAL MLT	ENCOURS ACTUALISÉ	1 715 872 311 037					
	ENCOURS NOMINAL	1 689 758 643 672					
	ENCOURS DÉMEMBRÉ (NOMINAL)	57 452 659 600					
	ENCOURS DÉMEMBRABLE (NOMINAL)	1 689 712 411 069					
	DURÉE DE VIE (JOURS)	3 162					SOIT 8 ANS ET 242 JOURS
TOTAL DETTE	ENCOURS ACTUALISÉ	1 822 805 311 037					
	ENCOURS NOMINAL	1 796 691 643 672					
	DURÉE DE VIE (JOURS)	2 983					SOIT 8 ANS ET 63 JOURS

(1) valeur nominale x coefficient d'indexation (valeur nominale si le coefficient est inférieur à 1)

(2) valeur actualisée au 28/03/2019 ; non offerte à la souscription



Fiches techniques

Les techniques d'émissions

Depuis 1985, la technique des adjudications « au prix demandé » (dite « à la hollandaise ») constitue la voie privilégiée d'émission des valeurs du Trésor, la syndication bancaire n'étant utilisée que dans des circonstances spécifiques.

Les adjudications au prix demandé

Effectuées de manière transparente et dans le cadre d'un calendrier prévisionnel, elles assurent les conditions d'une parfaite concurrence entre les souscripteurs. Les adjudications « au prix demandé » consistent à servir les titres au prix ou au taux effectif de soumission, par opposition au prix ou au taux marginal. On appelle également ce type d'adjudication « enchère à prix multiples et à prix scellés ». Les offres dont les prix sont les plus élevés sont servies en premier. Celles de niveau inférieur le sont ensuite, jusqu'à hauteur du montant souhaité par l'AFT. Les participants paient des prix différents, correspondant exactement aux prix qu'ils ont demandés.

Modalités :

- **Annnonce des adjudications :** pour les BTF, l'AFT indique un jour ouvré avant les adjudications le montant qu'elle entend émettre sous la forme d'une fourchette par ligne, sur les lignes désignées dans le calendrier trimestriel d'émission des BTF. Pour les OAT, l'AFT indique quatre jours ouvrés avant les adjudications les titres sur lesquels elles porteront, ainsi que les montants à émettre sous la forme d'une fourchette globale.
- **Déroulement des adjudications :** les offres des soumissionnaires (les SVT) peuvent être transmises à la Banque de France jusqu'à l'heure de la séance d'adjudication (10h50 pour les adjudications d'OAT à moyen et long terme, 11h50 pour l'adjudication des titres indexés sur l'inflation, 14h50 pour l'adjudication de BTF). La Banque de France communique à l'AFT les offres proposées, en préservant l'anonymat des soumissionnaires. L'AFT arrête alors le montant des soumissions. L'AFT sert intégralement les lignes au-dessus du prix limite (cas des OAT) ou en deçà du taux limite (cas des BTF) retenu et peut réduire de façon proportionnelle les soumissions effectuées au prix limite ou au taux limite.
- **Diffusion des prix :** les résultats des adjudications sont communiqués immédiatement aux soumissionnaires et affichés sur les écrans des agences spécialisées et le site internet de l'agence. Ils retracent les volumes demandés, les quantités servies, le prix marginal sur chaque titre (ou taux marginal pour les BTF) ainsi que le taux moyen pondéré des différents titres adjudugés.

La syndication

Autre technique d'émission, la prise ferme prend généralement la forme d'une syndication. C'est un engagement précis entre les banques, souscripteurs réunis dans un syndicat bancaire, et l'émetteur, d'acquiescer des titres à un prix défini avec l'émetteur.

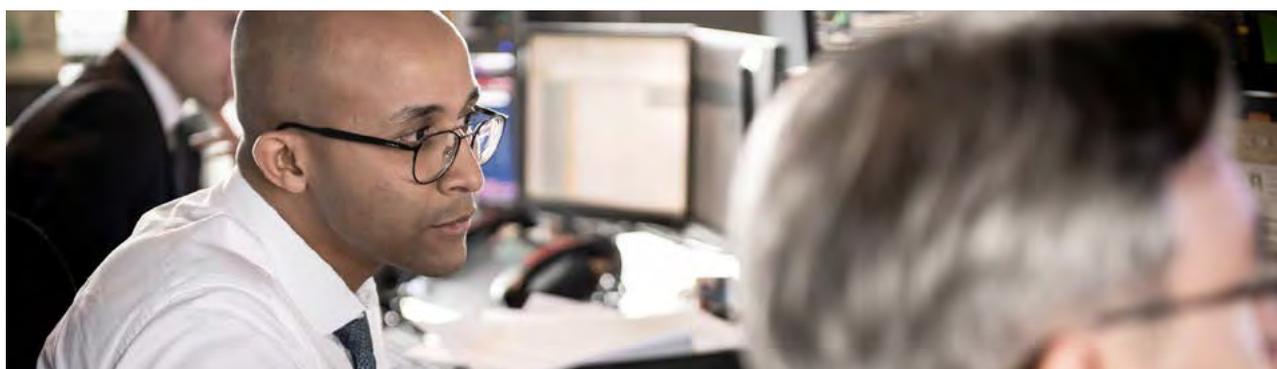
Cette technique est utilisée pour le lancement de titres innovants ou sur des segments de marché moins profonds, notamment sur la partie longue de la courbe (au delà de 15 ans).

HISTORIQUE DES SYNDICATIONS DEPUIS 2010

- **19 février 2019 :**
Syndication de l'OAT 1,50 % 25 mai 2050
- **26 juin 2018 :**
Réouverture par syndication de l'OAT 2,0 % 25 juin 2039 (OAT verte)
- **28 mars 2018 :**
Syndication de l'OAT€i 0,10 % 25 juillet 2036
- **16 mai 2017 :**
Syndication de l'OAT 1,75 % 25 mai 2048 ;
- **24 janvier 2017 :**
Syndication de l'OAT 2,00 % 25 juin 2039 (OAT verte) ;
- **28 septembre 2016 :**
Syndication de l'OAT€i 0,10 % 25 juillet 2047 ;
- **12 avril 2016 :**
Syndication de l'OAT 1,25 % 25 mai 2036 et de l'OAT 1,75 % 25 mai 2066 ;
- **11 juin 2014 :**
Syndication de l'OAT€i 0,70 % 25 juillet 2030 ;
- **26 mars 2013 :**
Syndication de l'OAT 3,25 % 25 mai 2045 ;
- **9 février 2011 :**
Syndication de l'OAT€i 1,85 % 25 juillet 2027 ;
- **10 mars 2010 :**
Syndication de l'OAT 4,00 % 25 avril 2060.

La gestion active de la dette

L'AFT peut agir de plusieurs façons sur le marché secondaire



Les rachats

Des rachats de gré à gré et des adjudications à l'envers peuvent être conduits par l'AFT afin de préfinancer les programmes d'émissions des années futures et ainsi lisser les montants à émettre au cours du temps. L'AFT tient compte des conditions de marchés pour leur réalisation : le rachat d'un titre sur le marché dépend de la liquidité du titre et de son prix. L'AFT communique mensuellement sur les montants rachetés, par titres, au cours du mois.

En 2019, l'AFT a procédé à 45,6 milliards d'euros de rachats, sur des titres arrivant à échéance en 2020 et 2021.

Les échanges

Leur finalité est de remplacer des papiers anciens, le plus souvent moins liquides, par des titres plus recherchés par le marché. Les opérations d'échange sont lancées par voie d'adjudication ou de syndication, en proposant des titres à l'émission, payables avec d'autres titres, qui seront retirés de la circulation.

La dernière opération d'échange a eu lieu le 4 décembre 2008. Ce jour-là, l'AFT a procédé à une opération d'échange d'OAT 4,00 % 25 octobre 2038 contre des OAT 5,75 % 25 octobre 2032. Un total atteignant 1,367 milliard d'OAT 2038 a alors été émis contre le rachat de 1,129 milliard d'OAT 2032.

Les contrats d'échange de taux d'intérêt ou swaps

Depuis 2001, l'AFT gère la durée de vie moyenne de la dette. L'impératif de liquidité valable pour chaque souche émise, la demande croissante d'investisseurs à horizon très long, et le contrôle du risque de refinancement conduisent assez naturellement à une durée moyenne de la dette relativement longue. Dans une situation normale caractérisée par une courbe des taux nettement ascendante, donc des taux longs plus élevés et des taux courts plus faibles, mais plus volatils, réduire cette durée moyenne doit permettre de diminuer en moyenne, sur longue période, la charge d'intérêt, toutes choses égales par ailleurs. En contrepartie, la variabilité de cette charge est accrue.

En s'assignant un objectif de réduction de la durée de vie moyenne du stock de dette, il s'agit de trouver un compromis entre une charge d'intérêts moindre et une plus grande variabilité de celle-ci. Une telle réduction doit être mise en œuvre progressivement, sur une durée au moins égale à un cycle économique, puisque le niveau des taux varie avec la situation conjoncturelle.

À la fin 2019, les gains cumulés du programme de swaps depuis 2002 s'élèvent à 4,0 milliards d'euros.

À fin 2019, la mise en œuvre de cette stratégie demeure suspendue. Le programme de contrats d'échange de taux peut toutefois être réactivé si les conditions de marché le justifient.

Les BTF

Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF) sont des titres assimilables du Trésor à court terme, de maturité initiale inférieure ou égale à un an

Présentation du marché

La durée des BTF est exprimée en nombre entier de semaines. Les durées les plus fréquemment émises sont les 13, 26 et 52 semaines. Des bons de 20 à 24 semaines peuvent être émis comme bons semestriels, et des bons de 48 à 52 semaines, comme bons annuels.

Leur coupure nominale est de 1 € ; les BTF sont émis chaque semaine, par voie d'adjudication, dans le cadre d'un calendrier trimestriel publié à l'avance par l'AFT. Ce calendrier précise les échéances des bons qui seront mis en adjudication dans le trimestre. Certains BTF peuvent être émis hors calendrier pour des durées inférieures aux durées standard en fonction des besoins de la trésorerie de l'État. Chaque semaine sont émis généralement un BTF trimestriel, un BTF semestriel et un BTF annuel.

Au 31 décembre 2019, l'encours total des BTF atteignait 106,9 milliards d'euros.

Ainsi pour permettre l'assimilation sur des souches existantes, les durées des bons sont adaptées sur des souches déjà ouvertes lors des émissions précédentes. En 2019, le marché du BTF affichait en permanence entre 22 et 24 lignes.



Adjudications

La communication au marché des BTF qui seront adjugés le lundi suivant est fixée chaque vendredi à 11h00. Dans le souci d'assurer une flexibilité suffisante pour servir la demande constatée, l'AFT communique les montants à adjuger avec une fourchette sur chacun des titres proposés à l'adjudication.

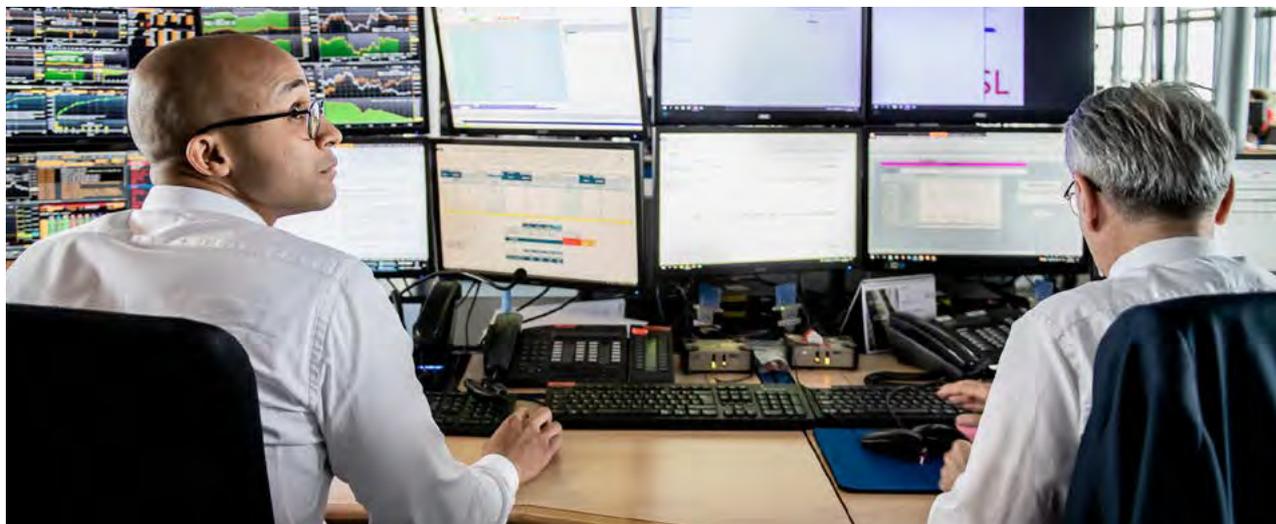
Les soumissions, d'un montant minimal d'un million d'euros, s'effectuent en taux post-comptés *in fine* à trois décimales (de 0,5 point de base en 0,5 point de base), exprimés en nombre de jours exacts sur 360 (ACT/360). Les BTF sont assortis d'un intérêt précompté, appliqué au montant nominal du bon et calculé sur la base d'un taux d'escompte *pro rata temporis*, payé à l'émission du bon et retranché du prix d'achat. Il n'y a donc pas de paiement de coupon.

Depuis le lundi 6 octobre 2014, le règlement des adjudications de BTF s'effectue à J+2, pour harmoniser les dates de règlement du marché primaire avec celles du marché secondaire.

Transactions

L'achat d'un BTF sur le marché obéit à des règles identiques à celles du marché primaire. Les négociations s'effectuent sur la base d'un taux de rendement *in fine* à trois décimales (de 0,5 point de base en 0,5 point de base), exprimé en nombre de jours exacts sur 360 (ACT/360). Depuis le 2 avril 2012, la date de règlement des BTF sur le marché secondaire est en J+2 de la date de transaction, contre J+1 auparavant.

Les OAT



Les OAT (obligations assimilables du Trésor) sont des valeurs assimilables du Trésor à moyen et long terme, de maturité de 2 à 50 ans.

Depuis le 1^{er} janvier 2013 et dans un souci de simplification, les nouveaux titres de référence créés sur le moyen terme (de maturité à l'origine 2 ans et 5 ans), précédemment émis sous la forme de BTAN (bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels) sont désormais émis sous la forme d'OAT, comme pour les titres de long terme (8 ans et plus en 2018).

Les OAT constituent ainsi désormais la forme unique du financement à moyen et long terme de l'État, après en avoir été la forme privilégiée sur le seul long terme entre 1985 et 2012. Ce sont des titres assimilables, d'une maturité à l'origine de 2 à 50 ans, émis habituellement par voie d'adjudication. La technique de l'assimilation consiste à rattacher une nouvelle émission à une tranche d'emprunt émise antérieurement. L'État a ainsi la possibilité d'émettre des tranches d'emprunts dont le prix d'émission est ajusté par l'évolution du marché, mais dont les caractéristiques restent identiques à celles de l'émission initiale. L'État évite ainsi un trop grand nombre d'emprunts aux caractéristiques différentes et assure la liquidité des souches en circulation.

Les OAT ont une coupure nominale de 1 €. Le coupon couru est calculé sur une base nombre de jours exact sur nombre de jours exact (ACT/ACT). L'échéance des OAT, ainsi que le paiement du coupon, sont fixés au 1^{er} ou au 25 du mois. Les opérations sur OAT sont dénouées par les dépositaires centraux nationaux et internationaux.

Les adjudications des OAT

Le vendredi précédant l'adjudication, l'AFT indique sur quelles lignes portera l'adjudication du jeudi suivant, et donne une fourchette de son montant global. Les adjudications d'OAT à long terme (8 ans et au-delà en 2018) ont lieu le premier jeudi du mois à 10h50 tandis que les adjudications d'OAT à moyen terme (2 à 8 ans en 2018) ont lieu le troisième jeudi du mois à 10h50. Les soumissions, d'un montant minimal d'un million d'euros, s'effectuent en prix pied de coupon exprimé en pourcentage du nominal, avec deux décimales. Depuis le 6 octobre 2014, le règlement de l'adjudication d'OAT a lieu en J+2, soit le lundi suivant l'adjudication.

Les OAT indexées sur l'inflation

L'État a émis, pour la première fois le 15 septembre 1998, une OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation en France (OATi). Une autre innovation a eu lieu en octobre 2001, avec l'émission de la première OAT indexée sur l'indice des prix hors tabac de la zone euro (OAT€i).

Depuis ces dates, l'AFT s'est engagée à émettre de manière régulière et transparente des titres indexés sur l'inflation et à construire deux courbes réelles, l'une indexée sur l'inflation française, l'autre sur l'inflation européenne. Ainsi, l'AFT émet environ 10 % de son programme d'émissions annuel, via ces titres.

Depuis 2004, les OATi et OAT€i sont adjudgées régulièrement, les mêmes jours que les OAT à moyen terme, mais lors d'une séance d'adjudication dédiée (à 11h50). Depuis 2016, les adjudications optionnelles d'août et de décembre peuvent être étendues à l'émission de titres indexés, dans ce cas le premier jeudi à 11h50. Les OATi et OAT€i sont destinées à toutes les catégories d'investisseurs désirant protéger le pouvoir d'achat de leurs investissements, améliorer l'adossé de leur passif, ou diversifier la composition de leur portefeuille. Elles s'adressent tant aux investisseurs institutionnels – entreprises d'assurance, caisses de retraite et de prévoyance, fonds de pension, gestionnaires d'actifs, banques, etc. – résidents ou non-résidents, qu'aux particuliers.

Au 31 décembre 2019, l'encours nominal des OATi atteignait 56,63 milliards d'euros et celui des OAT€i 163,4 milliards d'euros.



Caractéristiques générales des OATi

Leur nominal est de 1 € et leur coupon réel est calculé en pourcentage fixe du principal indexé, déterminé lors de l'émission et fixé pour la durée de vie du titre. Le coupon payé est un coupon annuel calculé selon la formule suivante : coupon réel x nominal x coefficient d'indexation. Le coefficient d'indexation est le rapport entre la référence quotidienne d'inflation du jour J et la référence de base. La référence quotidienne est calculée par interpolation linéaire entre l'indice des prix à la consommation hors tabac (l'IPC) du mois M-3 et l'IPC du mois M-2, et la référence de base la référence quotidienne à partir de laquelle est calculée l'évolution de l'indice des prix. L'indice de référence utilisé, l'indice des prix à la consommation hors tabac pour l'ensemble des ménages résidant en France, est publié mensuellement par l'INSEE.

La référence quotidienne d'inflation et le coefficient d'indexation sont calculés et publiés par l'AFT sur son site internet.

Le remboursement de l'OAT s'effectue par application de la formule : nominal x coefficient d'indexation. Au cas où la référence quotidienne d'inflation à maturité serait inférieure à la référence de base, le remboursement est garanti égal au nominal.

Caractéristiques générales des OAT€i

Les caractéristiques des OAT€i sont identiques à celles des OATi, à l'exception de l'indice de référence qui est l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors tabac pour la zone euro, publié mensuellement par Eurostat.

** La date de jouissance d'une OAT est la date de début de calcul du premier coupon à payer sur cette OAT, soit la date d'échéance de coupon précédant la première émission de cette OAT. Par exemple, pour une OAT émise la première fois le 1^{er} avril de l'année N avec une échéance 25 mai N, la date de jouissance est le 25 mai N-1.*

Le marché des OAT aux particuliers

En partenariat avec Euronext et les SVT, l'AFT a mis en place un marché secondaire permettant aux particuliers d'acheter et de vendre facilement des Obligations Assimilables du Trésor (OAT), les emprunts émis par la République française et qui bénéficient du crédit et de la signature de l'État. L'investisseur particulier peut acheter des OAT à taux fixe de maturité de 2 à 50 ans qui lui sont remboursées en une seule fois à l'échéance après avoir perçu chaque année les intérêts, ou coupon. Il peut aussi acheter des OAT indexées.

Le marché des OAT est accessible à tous. Pour les particuliers, ce sont des instruments de placement qui répondent à des besoins très différents : revenus réguliers, protection contre l'inflation, capitalisation pour compléter les pensions de retraite ou pour financer un projet, diversification de patrimoine.

Un marché secondaire organisé

Comme tout titre ou valeur mobilière, les OAT sont cessibles en bourse à tout moment au prix du marché. L'organisation des transactions sur les OAT a fait l'objet en 2005 d'une modernisation sous l'égide de l'État, afin que ce marché soit adapté aux besoins des investisseurs particuliers. Le marché des OAT aux particuliers, géré par Euronext, fonctionne selon la réglementation boursière en vigueur et en respecte les règles de transparence et d'information. Ce marché offre :

- **liquidité du marché** : les OAT bénéficient d'une grande liquidité. En effet, des établissements financiers teneurs de marché se sont engagés à animer les transactions. Ce marché est organisé par Euronext ;
- **passation des ordres** : les ordres peuvent être passés de manière traditionnelle auprès des intermédiaires financiers ou via les courtiers en ligne.



Fiscalité des OAT

L'article 28 de la loi n° 2017-1837 du 30 décembre 2017 de finances pour 2018 modifie les modalités d'imposition des gains et des revenus issus du capital. Depuis le 1^{er} janvier 2018, ces gains et revenus issus du capital sont soumis au titre de l'impôt sur le revenu (IR), de plein droit, à une taxation forfaitaire au taux de 12,8 % en application du 1 de l'article 200 A du code général des impôts (CGI). S'y ajoutent les prélèvements sociaux au taux global de 17,2 %. Cela étant, sur option expresse du contribuable, ces gains et revenus sont imposés, le cas échéant, suivant le barème de l'IR : cette option globale et irrévocable est opérée lors de la déclaration d'ensemble des revenus conformément aux dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI.

S'agissant des revenus de capitaux mobiliers, les intérêts des OAT et des emprunts d'État perçus par des personnes physiques fiscalement domiciliées en France sont, sauf exceptions (cf. ci-après), soumis à une imposition forfaitaire ou imposés suivant le barème progressif de l'impôt sur le revenu l'année suivant celle de leur perception, après avoir supporté l'année même de leur perception un prélèvement forfaitaire non libératoire (« acompte ») au taux de 12,8 % (imposition à laquelle il convient d'ajouter les prélèvements sociaux sur les produits de placement au taux global de 17,2 %). Ce prélèvement forfaitaire obligatoire s'impute sur l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année au cours de laquelle il a été opéré. S'il excède l'impôt dû, l'excédent est restitué conformément aux dispositions prévues au 1 du V de l'article 125 A du CGI.

Les OAT démembrées (« strips »)



Organisation du marché

Le marché des OAT démembrées bénéficie des mêmes garanties de liquidité et de sécurité que celui des autres valeurs du Trésor. Pour cela, la gestion des titres est confiée à un groupement d'intérêt économique (GIE) pour le démembrement et le remembrement des valeurs du Trésor réunissant Euroclear France et les SVT. Ce GIE fixe les règles relatives à ces opérations. L'AFT y est représentée en tant que censeur.

Les SVT intervenant sur ce marché s'engagent à jouer le rôle de teneurs de marché. En outre, les certificats d'OAT sont cotés sur Euronext Paris. Ils sont négociables sur la base d'un taux actuariel exprimé en pourcentage l'an sur 365 ou 366 jours (ACT/ACT). Le prix est arrondi à la quatrième décimale en pourcentage du nominal.

Règles de fongibilité

En fin d'année 2009, pour répondre aux besoins du marché, l'AFT a autorisé la mise en place de nouvelles règles lors des opérations de démembrement et de remembrement sur les OAT à taux fixe. Le nouveau dispositif de démembrement instaure un type de certificat unique sans distinction du principal et des intérêts : les « certificats zéro-coupon fongibles ».

Une OAT, lorsqu'elle est démembrée, est désormais découpée en un ensemble de ces certificats, de même valeur nominale (0,01 €) mais d'échéance différente, calqués sur les flux financiers attachés à l'OAT d'origine. Tous les certificats de même échéance sont alors fongibles entre eux. Ils peuvent également être réassemblés afin de reconstituer, soit l'OAT d'origine, soit une OAT synthétique, composée de certificats provenant de différentes émissions d'OAT. Les certificats d'intérêt issus d'OAT différentes sont fongibles entre eux lorsqu'ils ont la même échéance.

En outre, les certificats des titres créés après le 1^{er} janvier 2013 sont assortis de clauses d'action collectives (CAC) comme tous les titres obligataires de la zone euro, par conséquent non assimilables aux souches émises avant cette date.

Le démembrement d'un titre consiste à séparer les flux de paiement des intérêts et les flux de remboursement du capital d'une obligation, et de créer autant de titres dont le taux facial est nul (titres dits « à coupon zéro »). Cette technique permet de traiter séparément le capital d'une obligation et les intérêts qui lui sont attachés.

Premier émetteur souverain en Europe à avoir autorisé, dès 1991, le démembrement de ses titres, la France s'est imposée comme la référence sur ce type de produit dans la zone euro.

Au 31 décembre 2019, l'encours des OAT démembrées à taux fixe s'établissait à environ 57,45 milliards d'euros pour 3,86 % de l'encours de titres démembrables à taux fixe.

La gestion de trésorerie par l'AFT

L'ensemble des flux financiers (dépenses et recettes) de l'État, ainsi que des « correspondants du Trésor » (collectivités locales et établissements publics pour l'essentiel), est centralisé sur un compte unique ouvert à la Banque de France, dont la gestion quotidienne est confiée à l'Agence France Trésor.

Assurer la continuité financière de l'État, en conformité avec les engagements européens de la France

L'Agence France Trésor a pour mission de gérer la trésorerie de l'État. Ceci consiste à s'assurer que l'État dispose à tout moment et en toute circonstance des moyens nécessaires pour honorer ses engagements financiers.

L'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) interdit à la Banque de France, qui tient le compte de l'État, de lui accorder des avances. Dès lors, le solde du compte unique du Trésor doit présenter un solde créditeur chaque soir.

Une gestion de la trésorerie conforme aux meilleurs standards internationaux

Pour optimiser la gestion de la trésorerie publique, la France a mis progressivement en place un système de mutualisation appelé « centralisation », matérialisé par le regroupement de la plupart des flux publics sur le compte unique du Trésor. La centralisation des trésoreriers publiques est une bonne pratique, recommandée par les institutions internationales (notamment la Banque mondiale et le FMI).

En plus de l'État, la grande majorité des entités publiques françaises, dont les collectivités locales, les établissements publics locaux et nationaux et les hôpitaux, a l'obligation de déposer sa trésorerie auprès du Trésor. Par ailleurs, certaines entités déposent tout ou partie de leur trésorerie auprès du Trésor en vertu de conventions : c'est notamment le cas de l'Union européenne qui y dépose une partie de ses fonds. L'ensemble des entités qui déposent leur trésorerie auprès du Trésor sont appelés « correspondants du Trésor ».

Les encours déposés par les correspondants du Trésor constituent une ressource pour la trésorerie de l'État. Ils permettent donc de limiter son recours à l'emprunt sur les marchés.

Promouvoir la centralisation des trésoreriers publiques

En évitant que certaines trésoreriers présentent un besoin de financement alors que d'autres auraient une capacité de financement, la centralisation permet de réduire l'endettement global des administrations publiques. Elle a donc des conséquences favorables sur les taux proposés par le marché à la France et réduit l'appel au marché de l'État. Elle présente une sécurité absolue pour les dépôts des correspondants.

Utiliser la trésorerie au mieux de l'intérêt du contribuable

Afin d'optimiser le coût de la trésorerie pour le contribuable, l'AFT veille à disposer du montant de trésorerie adéquat – en intégrant une marge de sécurité – pour faire face aux dépenses attendues.

Pour y parvenir, l'AFT actualise en continu une prévision des flux d'encaissements et de décaissements sur une année glissante. Elle réalise également chaque soir une prévision des flux attendus le lendemain. Elle assure enfin, tout au long de la journée, un suivi en temps réel des dépenses et recettes.

Du fait de la centralisation des trésoreriers publiques, l'AFT supervise à la fois les flux financiers relatifs à l'État et ceux résultant de la vie financière propre de chacun des correspondants du Trésor. Elle dispose pour cela d'un système d'information dédié lui permettant d'identifier chaque flux.

Compte tenu de la stratégie de gestion de trésorerie, qui est destinée à assurer les meilleures conditions de sécurité sur le dénouement des engagements financiers pris par l'État et les correspondants du Trésor, le compte unique du Trésor présente généralement des excédents. Pour réduire le coût de la trésorerie excédentaire, l'AFT la place quotidiennement sur le marché interbancaire. Ces placements prennent notamment la forme de prêts, ou de prises en pension de titres d'État. L'AFT peut proposer à ses contreparties des placements à plusieurs moments de la journée, en fonction de la demande du marché.



POUR EN SAVOIR PLUS :

[Tuto : Comment gère-t-on la trésorerie de l'État ?](#)

<https://bit.ly/2T0NaE8>

Les primes et décotes à l'émission

Les émissions de titres donnent lieu à l'encaissement de primes ou de décotes à l'émission lorsqu'il existe une différence entre le taux attaché au titre (taux de coupon) et le taux demandé par le marché à l'émission.

Les primes et décotes compensent la différence, sur la durée de vie du titre, entre le montant des coupons versés et le taux de marché à l'émission.

Si le coupon servi est supérieur au taux de marché à l'émission, les souscripteurs paient à l'émission un prix d'achat supérieur à la somme qui sera remboursée à échéance (la valeur faciale du titre ou « pair ») : une « prime à l'émission » est alors enregistrée en trésorerie. Dans le cas contraire, une « décote à l'émission » apparaît (l'État reçoit moins que la valeur faciale du titre). L'encaissement de primes et de décotes concerne à la fois les émissions de nouveaux titres et la réémission des titres créés antérieurement.

Concernant les titres émis pour la première fois, l'écart entre le taux de marché et le taux de coupon provient de deux effets. En premier lieu, les nouveaux titres nominaux sont créés avec un taux de coupon arrondi au quart de pourcent (tous les 0,25 %). Il existe donc généralement un écart entre le taux de coupon et celui qui est demandé par le marché. En second lieu, le taux de coupon est toujours positif ou nul. L'émission à un taux d'intérêt négatif entraîne donc l'encaissement de primes à l'émission.

Concernant la réémission de titres, l'écart provient du fait que le taux de marché au moment de la réémission correspond rarement au taux de coupon de cette souche. Celui-ci est en effet fixé lors de la création du titre pour toute sa durée de vie. Or, d'une part les taux d'intérêt varient, d'autre part la durée d'emprunt à la réémission est inférieure à la durée initiale du titre.



En raison de la baisse tendancielle des taux d'intérêt au cours de ces dernières années, l'État a enregistré plus de primes que de décotes. Concernant les émissions initiales, une partie croissante de la courbe de taux française s'est inscrite en territoire négatif, générant mécaniquement des primes à l'émission. Concernant les réémissions de titres, les taux à la réémission étaient en moyenne plus souvent inférieurs que supérieurs aux taux de coupon des titres.

Les primes et décotes sont enregistrées au bilan de l'État en comptabilité générale. Elles constituent des recettes ou dépenses de trésorerie dans le tableau de financement de l'État.

La charge de la dette en comptabilité budgétaire reflète uniquement les coupons faciaux versés (les primes et décotes à l'émission sont sans effet). En revanche, en comptabilité générale de l'État et en comptabilité maastrichtienne, les primes et décotes à l'émission sont amorties de façon étalée sur toute la durée de vie du titre. De la sorte, la charge financière effective dans ces deux référentiels comptables correspond au taux d'intérêt demandé par le marché au moment de l'émission des titres, quel que soit le coupon des titres effectivement versé.

Les obligations de contrôle de l'AFT

Objectif : obtenir un niveau de contrôle des risques de qualité constante et qui minimise la survenance d'incidents.

Le contrôle interne et le contrôle des risques de l'agence doivent être au niveau des standards du marché aussi bien en ce qui concerne les opérations de gestion de la dette négociable, de trésorerie, de dérivés que la gestion pour compte de tiers. L'organisation mise en œuvre doit permettre de déceler au plus vite les dysfonctionnements ou les incidents qui pourraient perturber la bonne exécution des opérations de dette et de trésorerie, d'y parer et d'en mesurer l'impact. L'étendue de ce contrôle est également accrue du fait de la diversité des opérations réalisées par l'AFT, des circuits de paiement utilisés et par l'internationalisation de ses contreparties.

Dans le cadre de la loi de finances et des indicateurs de performance présentés au Parlement, l'AFT s'est fixé comme objectif d'« obtenir un niveau de contrôle des risques de qualité constante et qui minimise la survenance d'incidents ».

Pour mesurer l'atteinte de cet objectif, différentes séries d'indicateurs ont été développées.

Indicateur portant sur la qualité du système de contrôle mis en place par l'AFT

- Un premier sous-indicateur répertorie le nombre d'incidents ou infractions aux règles internes de l'AFT définies dans son cadre général d'activité (habilitations, limites de risques, contrôles des opérations).
- Une série de cinq autres sous-indicateurs sont examinés par un auditeur externe (KPMG au titre de l'année 2019) basés sur la vérification de l'adéquation des procédures de l'AFT à ses activités ainsi qu'aux risques associés. L'arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne des entreprises du secteur de la banque est, depuis 2015, le texte de référence pour les dispositions applicables à l'AFT.

Indicateur portant sur les incidents d'exécution des opérations de dette et de trésorerie de l'AFT

- **Premier sous-indicateur :** le nombre d'incidents qui dégradent le solde du compte du Trésor à la Banque de France.
- **Second sous-indicateur :** le nombre d'incidents qui améliorent le solde du compte du Trésor à la Banque de France.
- **Troisième sous-indicateur :** le nombre d'incidents, sans impact sur le solde du compte à la Banque de France, liés aux systèmes d'information impliqués dans la gestion des opérations, incidents de conformité, ou incidents de nature diverses comme le non-respect éventuel des modes opératoires internes.



Politique de sécurité des SI

Le système d'information de l'Agence France Trésor est le support de son activité opérationnelle. À ce titre il doit offrir aux agents un haut niveau de sécurité que ce soit en termes :

- de disponibilité de l'information à tout moment utile ;
- d'intégrité des données en empêchant toute altération des informations saisies sur le long terme ;
- de confidentialité adaptée à l'information traitée.

Les audits périodiques diligentés par la Cour des comptes ou les cabinets d'audit externes comportent nécessairement une partie concernant le système d'information. Il y est vérifié que les politiques d'accès au SI respectent bien le cadre général d'activité de l'agence concernant la séparation des activités et les procédures d'ajout et de retrait de droits aux agents.

La menace cyber ajoute un besoin d'audit spécifique plus technique. Ce sont des audits effectués par le service du haut-fonctionnaire de défense et de sécurité des ministères économiques et financiers (SHFDS) ou par l'agence nationale de sécurité des systèmes d'information (ANSSI). Ils ont pour objectif de vérifier la configuration des machines et des applications afin s'assurer du respect de l'état de l'art en matière de sécurité.





AMORTISSEMENT

Remboursement de sommes souscrites lorsqu'un emprunt arrive à maturité.

Synonyme : remboursement; pour le créancier : recouvrement.

CHEF DE FILE

Dans un syndicat de souscription d'emprunt, les établissements financiers qui préparent l'emprunt, collectent les souscriptions, attribuent les parts de souscription en fonction de l'offre et de la demande et établissent le prix sont appelés « chefs de file ». Il existe également des « co-chefs de file », dont les responsabilités sont moindres et qui contribuent, de façon plus modeste, au placement de l'emprunt.

COURBE DES TAUX

La courbe des taux permet de visualiser la relation existante entre les valeurs des taux d'intérêt et leurs termes. En général, mais pas toujours, cette courbe est croissante du fait de l'existence d'une prime de risque (taux longs supérieurs aux taux courts).

COUPON

Autrefois, partie d'un titre de valeur mobilière destinée à être découpée et remise en échange d'un intérêt, d'un dividende ou lors d'une autre opération (pour témoigner qu'on en avait bénéficié). Les titres étant dématérialisés, le « coupon » désigne seulement l'intérêt (obligation) ou le dividende (action).

Détachement du coupon : paiement de l'intérêt ou du dividende.

DÉMEMBREMENT

Le démembrement d'une obligation consiste à scinder cette obligation en autant de titres qu'il y a d'échéances d'intérêts et de remboursement du capital. Chaque titre ainsi créé par démembrement est cédé et coté séparément et se comporte donc comme une émission à coupon zéro. Il existe une demande spécifique pour ces titres, appelés *strips* sur le marché de la dette française.

DÉPOSITAIRE

Établissement financier à statut de banque où des porteurs de valeurs mobilières déposent leurs titres. Le dépositaire doit à tout instant savoir qui possède quoi, quel est le statut de ces titres (libres, prêtés, empruntés ou gagés), et où cette propriété est entreposée. Depuis la dématérialisation, les dépôts de valeurs mobilières sont numérisés; ils sont « sécurisés » et amplement dupliqués. La manutention des valeurs mobilières électroniques est incommensurablement plus rapide, plus souple et moins onéreuse que ne l'était celle des titres papier.

DETTE

Toute somme d'argent dont une personne physique ou morale (le débiteur) est redevable à une autre (le créancier) et qu'elle devra rembourser. Jusqu'à la maturité de la dette, le débiteur versera au créancier chaque année à date convenue un intérêt (le « coupon ») à taux convenu.

INTÉRÊT (TAUX D'-)

Proportion servant à calculer le coupon d'un emprunt. Il est exprimé en pour cent. Le taux d'intérêt est déterminé lors de la passation du contrat de prêt. Il peut être fixe ou variable. Excessif, il est réputé « usuraire ».

Intérêt (par extension) : somme versée annuellement au porteur d'obligations par l'émetteur de celles-ci pendant la durée du prêt.

LIBÉRATOIRE (POUVOIR)

On dit d'une devise ou monnaie qu'elle a pouvoir libératoire lorsqu'un versement dans cette devise est accepté en échange de tout bien ou service et en paiement des impôts et taxes dans une zone géographique donnée. L'euro a pouvoir libératoire dans 19 pays d'Europe et au Monténégro.

LIQUIDITÉ

Caractéristique d'un produit financier ou d'un marché lorsque l'on peut effectuer des opérations d'achat ou de vente sans provoquer de trop fortes variations de prix par rapport au dernier cours de transaction.

LIVRAISON

Pour les opérations et négociations financières, la livraison consiste pour le cédant à remettre les valeurs mobilières à l'acquéreur ou souscripteur.

MARCHÉ PRIMAIRE

Le marché primaire est celui sur lequel les nouveaux titres financiers sont émis et souscrits par des investisseurs; on y procède donc aux augmentations de capital, au placement d'emprunts obligataires... Il s'agit d'un marché « du neuf » des titres financiers, par opposition au marché secondaire qui en est le marché « d'occasion ».

MARCHÉ SECONDAIRE

Le marché secondaire est celui sur lequel sont échangés des titres financiers déjà créés (sur le marché primaire). En assurant la liquidité des investissements financiers, le marché secondaire assure la qualité du marché primaire et l'évaluation des titres financiers. Marchés primaire et secondaire sont donc très complémentaires.

MATURITÉ

Moment convenu lors de la passation du contrat de prêt où le remboursement doit s'effectuer.

Synonyme : échéance.

NÉGOCIATION

En bourse : opération par laquelle une valeur mobilière déterminée est échangée, en quantité convenue et à prix convenu, entre deux parties représentées chacune par un intermédiaire (entreprise d'investissement). La négociation est horodatée sur Euronext, elle passe ensuite en compensation puis en règlement et livraison.

Synonymes : transaction, échanges, marché.

NOMINAL

Valeur inscrite sur un titre de valeur mobilière. Le capital social d'une société est de X millions d'euros répartis en N actions de valeur nominale de X/N euros. Une obligation a une valeur nominale de N euros : les valeurs du Trésor ont toutes une valeur nominale d'un euro.

Par extension : les obligations « nominales » sont celles dont le taux d'intérêt est fixe, par opposition aux « indexées ».

NOTATION

Appréciation portée par des observateurs financiers spécialisés sur la qualité des comptes sociaux et des instruments financiers émis par un agent économique.

agence de notation (ou de *rating*) : entreprise spécialisée dans la notation, c'est-à-dire l'attribution de notes à la tenue des comptes sociaux ou aux instruments financiers émis par un agent économique.

OBLIGATION

L'obligation est une reconnaissance de dettes. L'État, certaines collectivités publiques et les grandes entreprises émettent des obligations. L'emprunteur s'engage à verser des intérêts annuels jusqu'à l'échéance du titre.

OPÉRATIONS SUR TITRES

Ensemble des activités qui accompagnent la vie d'une valeur mobilière. Pour les obligations, elles consistent essentiellement en « détachement du coupon », c'est-à-dire la perception de l'intérêt versé sur les titres. Pour les actions, elles consistent à percevoir le dividende et opérer les divisions d'actions le cas échéant. Pour toutes les valeurs, elles peuvent aussi consister à les échanger contre d'autres valeurs mobilières.

OPTION

Une option d'achat donne le droit d'acheter un actif à un prix fixé à l'avance jusqu'à une date donnée. Une option de vente donne le droit de vendre ce même actif dans les mêmes conditions. Les options négociables sont des contrats échangeables dans le cadre de marchés réglementés.

POINT MORT D'INFLATION (BREAKEVEN) :

L'écart entre le rendement des obligations nominales (non indexées) et celui des obligations indexées sur l'inflation est appelé le point mort d'inflation. Il représente au premier ordre l'inflation anticipée par les participants de marché. D'autres facteurs que l'inflation anticipée interviennent dans la valorisation relative des obligations indexées par rapport aux obligations nominales, comme la liquidité ou le déséquilibre relatif entre offre et demande de produits indexés (peu d'émetteurs étant présents sur ce segment) au regard des obligations nominales. Enfin, une prime de risque d'inflation est incorporée dans le rendement des obligations nominales, au contraire des obligations indexées sur l'inflation.

PRÊT

Somme d'argent temporairement placée par un créancier auprès d'un débiteur.

Synonymes : emprunt, crédit ; du point de vue du bailleur de fonds : créance, actif ; du point de vue de l'emprunteur : dette, passif.

PRINCIPAL

Valeur d'un emprunt, abstraction faite des coupons.

PRIX

Somme d'argent représentant la valeur marchande d'un bien ou d'un service. Le prix est déterminé par l'interaction de l'offre et de la demande. Le prix d'une obligation évolue en fonction de son taux de rendement suivant une relation inverse.

RECouvreMENT

Le fait, pour un créancier, de se voir rembourser la somme prêtée. Mettre en recouvrement : demander le remboursement d'une créance.

RÈGLEMENT

Pour les opérations et négociations financières, le règlement consiste pour l'acheteur ou le souscripteur à payer les valeurs mobilières au cédant et pour ce dernier à délivrer les titres.

RISQUE

On appelle « risque » la possibilité, qui n'est jamais nulle, de perdre tout ou partie d'un bien ou de sa contre-valeur monétaire. Le risque est l'essence même de l'activité financière : l'évaluer, le répartir, l'assumer, le diversifier, le couvrir constituent les tâches permettant la rémunération des transactions financières. Le prix d'une obligation reflète le degré de risque qu'elle recèle. L'importance des garanties demandées pour une opération sera toujours croissante avec les risques qu'elle recèle et ainsi de suite. Le risque de contrepartie : risque que l'acheteur ne paie pas ce qui lui a été vendu, que le vendeur ne livre pas ce qu'on lui a acheté, que l'emprunteur ne rende pas ce qu'on lui a prêté ou que le prêteur ne fournisse pas les fonds qu'il a promis (et pour lesquels il aura reçu des garanties). On l'appelle aussi le risque de signature.

SYNDICAT

Groupe de banques constitué pour organiser et faire réussir la souscription d'un emprunt de grande ampleur. Il comporte des chefs de file et des co-chefs de file.

SYNDICATION

Le principe de la syndication est que l'émetteur de l'emprunt cède globalement à une banque ou un syndicat de banques une partie ou l'ensemble des titres à placer dans le public. C'est le mode privilégié de placement pour les entités privées. La syndication a été largement utilisée par l'État jusqu'en 1985.

SWAP (MOT ANGLAIS - CONTRAT D'ÉCHANGE DE TAUX)

Le principe d'un swap de taux d'intérêt est de comparer un taux variable et un taux fixe et de se verser mutuellement les différentiels de taux d'intérêt sans échange en capital. Le swap de taux est particulièrement adapté à la gestion du risque de taux à long terme en entreprise. Le marché des swaps a connu un essor considérable et les banques occupent un rôle déterminant dans l'animation de ce marché. Les trésoriers d'entreprise apprécient la souplesse du swap qui leur permet de choisir la durée, le taux variable de référence et le notionnel. Le swap conclu entre une banque et une entreprise peut être liquidé à tout moment en calculant la valeur actuelle des flux fixes prévus au taux du marché et en la comparant au notionnel initial. L'utilisation du swap est également fréquente pour gérer le risque de taux sur des actifs à taux variable ou à taux fixe.

TEC

L'indice quotidien CNO-TEC N, Taux de l'échéance constante N ans, pour N variant de 1 à 30, représente le taux de rendement actuariel d'une OAT fictive d'échéance exactement égale à N. Ce taux est obtenu par interpolation linéaire entre les taux de rendement actuariels annuels des 2 OAT qui encadrent au plus proche la maturité N.

TENEUR DE MARCHÉ (MARKET-MAKER)

Les teneurs de marché sont des opérateurs des « marchés au comptant » (ou « marchés spots ») qui s'engagent à fournir une cotation dès qu'on les contacte et ce, quel que soit l'état du marché.

TITRE

Unité de valeur mobilière, en France aujourd'hui dématérialisée.

TLTRO (ACRONYME ANGLAIS) :

Opérations ciblées de refinancement de long terme (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*)

TRANSACTION

En bourse : opération par laquelle une valeur mobilière déterminée est échangée, en quantité convenue et à prix convenu, entre deux parties représentées chacune par un intermédiaire (entreprise d'investissement).

Synonymes : négociation, échanges, marché.

VARIABLE

Se dit d'un taux d'intérêt qui n'est pas constant pendant la durée du prêt, mais se modifie en fonction d'éléments extérieurs : taux du marché (Euribor, Eonia) ou indices statistiques.

VOLATILITÉ (OBLIGATION)

La volatilité du prix des obligations est principalement liée au risque de taux qui affecte les créances à taux fixe. En effet, la valeur d'une obligation varie en sens inverse du taux du marché. Cette sensibilité est d'autant plus forte que le taux facial du titre et le taux du marché sont faibles.

ACOSS Agence centrale des organismes de sécurité sociale	IPC Indice des prix à la consommation
AFT Agence France Trésor	IPCH Indice des prix à la consommation harmonisé
AFTI Association française des professionnels des titres	LOLF Loi organique relative aux lois de finances
ANSSI Agence nationale de sécurité des systèmes d'information	OAT Obligation assimilable du Trésor
BCE Banque centrale européenne	OCDE Organisation de coopération et de développement économiques
BOE Bank of England (Banque d'Angleterre)	OPCVM Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
BTF Bon du Trésor à taux fixe	OPEP Organisation des pays exportateurs de pétrole
CAC Clause d'action collective	PIB Produit Intérieur Brut
CADES Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale	QE (MOT ANGLAIS) Quantitative Easing
CDP Caisse de la dette publique	SCBCM Service du contrôle budgétaire et comptable ministériel
CITE Crédit d'impôt pour la transition énergétique	SCN Service à compétence nationale
DCM Département comptable ministériel	SEA Service des essences des armées
DGFIP Direction générale des Finances publiques	SHFDS Service du haut-fonctionnaire de défense et de sécurité des ministères économiques et financiers
EONIA Euro overnight index average	SVT Spécialiste en valeurs du Trésor
ESDM EFC sub-committee on EU sovereign debt markets	TFUE Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
FMI Fonds monétaire international	WPDM (MOT ANGLAIS) Working party on debt management
GIE Groupement d'intérêt économique	
INSEE Institut national de la statistique et des études économiques	

Cette publication, propriété exclusive de l'AFT, est protégée, dans toutes ses composantes, par les dispositions du code de la propriété intellectuelle, notamment celles relatives aux droits d'auteur.

Toute reproduction des contenus, intégrale ou partielle, par quelque moyen que ce soit, non autorisée par l'agence, est strictement interdite.

En conséquence, toute reproduction des contenus de l'œuvre, exclusivement limitée à des fins non commerciales, devra dans tous les cas obtenir l'autorisation du titulaire des droits.

La demande d'autorisation devra être exercée auprès du directeur de la publication, par courriel, à l'adresse suivante : **contact@aft.gouv.fr**.

Les réutilisations devront indiquer la source et la date de la reproduction, assorties du symbole ©Agence France Trésor.

Rapport d'activité de l'Agence France Trésor
Directeur de la publication : Anthony Requin
Rédaction et conception : Agence France Trésor
Crédits photos : Célia Bonnin, Gézeline Grée, Alain Salesse – Minefi, Phovoir.fr



AGENCE
FRANCE TRÉSOR

www.aft.gouv.fr



REUTERS : <TRESOR> BLOOMBERG : TREX<GO>

Contact

Agence France Trésor
139, rue de Bercy - Télédoc 287 - 75572 Paris Cedex 12
Tél. : 01 40 04 15 00 - Fax : 01 40 04 15 93
contact@aft.gouv.fr