

Cour des comptes



LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE ET L'EFFICIENCE DU FINANCEMENT DE L'ÉTAT PAR L'AGENCE FRANCE TRÉSOR

Communication à la commission des finances, de l'économie
générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale

Février 2022

Sommaire

PROCÉDURES ET MÉTHODES	5
SYNTHÈSE	7
RECOMMANDATION	13
INTRODUCTION	15
CHAPITRE I UNE FORTE AUGMENTATION DE LA DETTE PUBLIQUE, UN FINANCEMENT PRÉPONDERANT SUR LES MARCHÉS FINANCIERS	17
I - UNE PROGRESSION CONTINUE DE LA DETTE PUBLIQUE AVEC DES PALIERS LIÉS AUX CRISES FINANCIÈRE ET SANITAIRE	18
A - Une progression par paliers du ratio de dette des administrations publiques.....	18
B - Une dette des administrations publiques portée majoritairement par l'État.....	19
C - Un encours de dette plus limité pour les autres administrations publiques.....	21
II - UN FINANCEMENT CROISSANT SUR LES MARCHÉS FINANCIERS, DES ÉMISSIONS DIFFÉRENTES SELON LES ÉMETTEURS	26
A - Un recours très large aux marchés financiers pour financer la dette publique.....	26
B - Des émissions dont les caractéristiques varient selon les émetteurs.....	27
C - Les taux souverains comme base de taux pour les opérations d'émission de l'ensemble des émetteurs publics.....	28
CHAPITRE II UNE GESTION DE LA DETTE DE L'ÉTAT PAR L'AGENCE FRANCE TRÉSOR FONDÉE SUR LE SUIVI DE LA DEMANDE	33
I - UNE GESTION OPÉRATIONNELLE FONDÉE SUR UNE RELATION FLUIDE AU MARCHÉ	33
A - Une organisation classique de l'AFT qui privilégie la souplesse d'action.....	34
B - Les spécialistes en valeurs du Trésor, un groupe de banques sélectionnées pour acheter la dette sur le marché d'émission,.....	38
C - Des pratiques bien rôdées.....	41
II - AVEC LA CRISE SANITAIRE, UNE FORTE AUGMENTATION DES BESOINS DE FINANCEMENT MAIS DES CHARGES D'INTÉRÊT EN BAISSÉ	45
A - Des émissions orientées à la hausse durant la décennie 2010.....	45
B - Une forte adaptation du programme d'émission en 2020.....	46
C - Des taux d'intérêt en baisse sur la dernière décennie, mais une sensibilité accrue aux évolutions de taux.....	47
D - Une augmentation des dépôts des correspondants qui contribue à améliorer les ressources de financement de l'État.....	51
III - DES SUJETS DE DÉBATS RÉCURRENTS	53
A - Les primes et décotes.....	53
B - Une augmentation de la maturité moyenne de la dette depuis plus de 15 ans en raison d'une modification de la demande des investisseurs.....	57
C - Une stratégie de diversification des instruments de financement pour élargir la base d'investisseurs.....	60
IV - APPROFONDIR LA DÉMARCHÉ STRATÉGIQUE ET LA RENDRE PLUS ACCESSIBLE	63
A - Une réflexion stratégique importante, qui mériterait d'être approfondie.....	63
B - Mieux communiquer sur la stratégie de l'AFT.....	64

CHAPITRE III UN ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL EN ÉVOLUTION AUQUEL DOIT S'ADAPTER L'AGENCE	67
I - LES PROGRAMMES D'ACHAT DE L'EUROSYSTÈME ET LA MODIFICATION DE LA BASE D'INVESTISSEURS SUR LA DETTE FRANÇAISE	67
A - Avec la crise sanitaire, un accroissement très marqué d'achats déjà considérables.....	68
B - Des conséquences significatives pour la dette française des programmes d'achats de l'Eurosysteme	69
C - Une base d'investisseurs diversifiée reflétant ces évolutions de contexte.....	71
D - Un scénario graduel de remontée des taux à envisager, une différenciation possible en fonction des trajectoires de finances publiques	73
II - L'ÉMERGENCE D'UNE DETTE EUROPÉENNE PROCHE DE LA DETTE FRANÇAISE, UNE CONCURRENCE ENTRE ÉMETTEURS POUR LE MOMENT BIEN ABSORBÉE PAR LES MARCHÉS	74
A - Un émetteur européen dont la place s'est nettement renforcée avec la crise sanitaire	75
B - Une concurrence potentielle pour la dette française.....	75
C - Une relation à maintenir avec les investisseurs pour favoriser l'achat de la dette française	77
CHAPITRE IV LE RÔLE DE L'AFT DANS LA SPHÈRE DES ÉMETTEURS PUBLICS, UNE PORTÉE À PRÉCISER	81
I - DES NIVEAUX D'INTERVENTION VARIÉS AUPRÈS DES AUTRES ÉMETTEURS PUBLICS, ALLANT DE L'ÉCHANGE D'INFORMATIONS À L'INTÉGRATION OPÉRATIONNELLE	81
A - La coordination des émetteurs publics réalisée sous l'égide de l'AFT	81
B - L'AFT en assistance technique pour d'autres émetteurs publics, l'exemple du soutien à l'Acoss	82
C - Une intégration fonctionnelle réussie avec la Cades dans le cadre d'une convention de mandat	85
II - DES SCÉNARIOS POSSIBLES D'ÉVOLUTION DU PÉRIMÈTRE D'ACTION DE L'AFT	87
A - Le scénario du statu quo	87
B - Le scénario d'un renforcement du cadre de coordination pour en assurer la pérennisation	88
C - Le scénario d'élargissement du périmètre d'action de l'AFT avec de nouvelles conventions de mandat	88
CONCLUSION GÉNÉRALE	93
LISTE DES ABRÉVIATIONS	95
ANNEXE	97

Procédures et méthodes

Les rapports de la Cour des comptes sont réalisés par l'une des sept chambres que comprend la Cour ou par une formation associant plusieurs chambres et/ou plusieurs chambres régionales ou territoriales des comptes.

Trois principes fondamentaux gouvernent l'organisation et l'activité de la Cour ainsi que des chambres régionales et territoriales des comptes, donc aussi bien l'exécution de leurs contrôles et enquêtes que l'élaboration des rapports publics : l'indépendance, la contradiction et la collégialité.

L'indépendance institutionnelle des juridictions financières et l'indépendance statutaire de leurs membres garantissent que les contrôles effectués et les conclusions tirées le sont en toute liberté d'appréciation.

La contradiction implique que toutes les constatations et appréciations faites lors d'un contrôle ou d'une enquête, de même que toutes les observations et recommandations formulées ensuite, sont systématiquement soumises aux responsables des administrations ou organismes concernés ; elles ne peuvent être rendues définitives qu'après prise en compte des réponses reçues et, s'il y a lieu, après audition des responsables concernés.

Sauf pour les rapports réalisés à la demande du Parlement ou du Gouvernement, la publication d'un rapport est nécessairement précédée par la communication du projet de texte, que la Cour se propose de publier, aux ministres et aux responsables des organismes concernés, ainsi qu'aux autres personnes morales ou physiques directement intéressées. Dans le rapport publié, leurs réponses sont présentées en annexe du texte de la Cour.

La collégialité intervient pour conclure les principales étapes des procédures de contrôle et de publication. Tout contrôle ou enquête est confié à un ou plusieurs rapporteurs. Le rapport d'instruction, comme les projets ultérieurs d'observations et de recommandations, provisoires et définitives, sont examinés et délibérés de façon collégiale, par une formation comprenant au moins trois magistrats. L'un des magistrats assure le rôle de contre-rapporteur et veille à la qualité des contrôles.

*
**

Le Parlement peut demander à la Cour des comptes la réalisation d'enquêtes, sur la base du 2° de l'article 58 de la loi organique n° 2001-692 du 1er août 2001 relative aux lois de finances (commissions des finances), de l'article LO. 132-3-1 du code des juridictions financières (commissions des affaires sociales) ou de l'article L. 132-6 du code des juridictions financières (présidents des assemblées).

La Cour des comptes a été saisie par le président de la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale, par lettre du 7 juin 2021, d'une demande d'enquête portant sur « la gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor ». Le Premier président a donné son accord pour la réalisation de cette enquête par courriers du 28 juin et du 23 décembre 2021. Un échange avec un membre de la commission des finances et la Cour a eu lieu le 22 juillet 2021 afin de préciser le périmètre des travaux qui a ensuite été rappelé par une lettre du Premier président le 26 juillet 2021.

Le lancement des travaux de la Cour a été notifié aux administrations et organismes publics concernés par lettres en date du 21 septembre 2021. La finalisation du rapport était initialement prévue en janvier 2022 et a été légèrement décalée en février pour que la contradiction puisse avoir lieu dans les meilleures conditions.

Une enquête sur un sujet très proche avait été initiée par la Cour en 2020. Son instruction a été utilisée et complétée dans le cadre du présent rapport.

Au cours de ces deux instructions, les rapporteurs ont rencontré à cinq reprises l'Agence France Trésor, responsable de l'émission et de la gestion de la dette de l'État. Ils ont également pu échanger avec d'autres organismes publics émetteurs de dette (Unédic, Cades, Acof et Société du Grand Paris) et avec des banques centrales (Banque de France et Banque Centrale Européenne). Des entités privées ont également été interrogées : six grandes banques partenaires de l'AFT ou d'autres émetteurs publics, une agence de notation et six autres investisseurs de nature variée (assurances, gestionnaires de fonds).

Enfin, une opération d'émission de dette (adjudication) a pu être observée par l'équipe de la Cour.

Pour compléter ces échanges et observations menées sur place, des questionnaires écrits ont été envoyés à l'Agence France Trésor sur différentes facettes de son activité.

*

**

Le projet de rapport a été délibéré, le 8 février 2022, par la Première Chambre, présidée par M. Charpy, et composée de MM. Barbé, Courtois, Angermann, Marquet, Mme Lignot-Leloup, M. Turenne, conseillers maîtres, et M. Baert, conseiller maître en service extraordinaire, ainsi que, en tant que rapporteurs, M. Guéné, conseiller maître en service extraordinaire, Mme Alexis et M. Borgy, conseillers référendaires en service extraordinaire, et en tant que contre-rapporteur, M. Laboureux, président de section.

Il a ensuite été examiné et approuvé le 15 février 2022 par le comité du rapport public et des programmes de la Cour des comptes, composé de M. Moscovici, Premier président, Mme Camby, rapporteure générale du comité, MM. Morin et Andréani, Mme Podeur, MM. Charpy et Gautier, Mme Démier, M. Bertucci, présidents de chambre, MM. Martin, Meddah, Lejeune et Advielle, Mmes Bergogne et Renet, présidents de chambre régionale des comptes, ainsi que de Mme Hirsch, Procureure générale, entendue en ses avis.

Synthèse

À la demande de la commission des finances de l'Assemblée nationale, la Cour a réalisé une enquête sur la gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor (AFT). Cette enquête intervient à la suite de publications antérieures, en particulier le rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de juin 2021, celui sur la stratégie de finances publiques pour la sortie de crise, réalisé à la demande du Premier ministre, et le rapport public annuel 2022.

Le présent rapport ne revient pas sur le thème de la soutenabilité de la dette mais analyse la gestion de la dette publique par chacune des administrations publiques et plus particulièrement la gestion de la dette de l'État par l'Agence France Trésor.

Une augmentation continue de la dette des administrations publiques, un enjeu croissant de financement sur les marchés financiers

La dette des administrations publiques a augmenté de manière continue au cours des dernières décennies pour s'établir à 2 834 Md€ au 30 septembre 2021, soit 116,3 points de PIB. L'État porte la plus grande part de la dette publique, près de 80 %, à hauteur de 2 230 Md€, en raison de ses déficits récurrents depuis 40 ans mais aussi de son rôle de réassureur qui le conduit, en période de crise, à prendre à sa charge le financement d'une grande partie des mesures de soutien ou de relance de l'économie.

L'État, les organismes divers d'administration centrale et les administrations de sécurité sociale couvrent désormais la plus grande part de leur besoin de financement par appel aux marchés financiers, conséquence d'un processus ancien de désintermédiation. Les emprunts bancaires demeurent néanmoins le mode de financement privilégié des collectivités territoriales et des établissements hospitaliers. Si l'État domine par ses volumes d'émission la sphère des émetteurs publics, les autres entités se financent par une gamme de titres différente.

Dans un contexte d'augmentation marquée de leur endettement, les émetteurs publics ont pu bénéficier de conditions favorables sur les marchés du fait des politiques monétaires accommodantes (baisse des taux directeurs, programmes d'achats d'actifs), qui ont conduit à une diminution et un maintien des taux d'intérêt à des plus bas historiques.

Une organisation de l'Agence France Trésor qui privilégie la souplesse

Service à compétence nationale placé sous l'autorité du ministre de l'économie, des finances et de la relance et rattaché au directeur général du Trésor, l'Agence France Trésor (AFT) a été créée par arrêté du 8 février 2001. Elle assume à titre principal la gestion de la dette de l'État et pourvoit à ses besoins de trésorerie. Elle peut aussi être chargée de la gestion du financement d'entités autres que l'État par convention, comme c'est le cas avec la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) depuis 2017.

Les documents de référence, comme le cadre général d'activité, mentionne que la gestion de la dette de l'État se fait « *au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions de sécurité* ». La mission de l'AFT se décompose ainsi en trois objectifs : l'émission

en elle-même des volumes, encadrés chaque année par la loi de finances, la minimisation du coût de ces émissions et la gestion des risques y afférant.

L'AFT est une structure ramassée dont la taille a peu évolué malgré la forte augmentation de la dette publique. Elle emploie 48 personnes, dont 7 au titre de la convention de gestion avec la Cades. Son organisation est classique pour un émetteur de cette nature.

Avec un positionnement orienté vers les acteurs de marché, l'AFT s'appuie de façon prépondérante sur un groupe de banques spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) qui jouent un rôle déterminant comme acheteurs des obligations émises par l'AFT avant de les revendre sur le marché, comme animateurs du marché secondaire des titres d'État et plus généralement comme conseils de l'agence. Le statut de spécialiste en valeurs du Trésor est accordé tous les trois ans après une sélection qui a conduit en décembre 2021 à la reconduction des 15 établissements précédemment retenus. Ce système de SVT fonctionne en France de façon satisfaisante depuis 1987 et se retrouve dans la majorité des grands pays.

Une stratégie robuste qui a permis de faire face à l'augmentation des besoins de financement avec la crise sanitaire

La stratégie d'émission de l'AFT est guidée par les principes de régularité, de transparence et de flexibilité. Le principal élément de la stratégie de l'AFT pour ses émissions régulières, mais aussi lorsqu'elle veut développer des produits innovants (comme les OAT indexées ou les OAT vertes), est de s'assurer qu'il existe une demande durable des marchés pour ces produits, comme le font tous les émetteurs de dettes souveraines.

L'AFT estime en effet que le moyen le plus sûr pour que les SVT achètent la dette française et au meilleur prix pour le contribuable est que les titres émis correspondent à la demande des investisseurs. Ainsi, une semaine avant chaque adjudication de moyen et long terme, l'agence échange avec les SVT pour comprendre les attentes de marché sur l'émission à venir et calibrer au mieux cette dernière, en termes de type de titres (obligation nominale ou indexée, de référence ou plus ancienne), maturité ou volume. Ce principe, appliqué avec constance, a permis d'asseoir la crédibilité de l'agence parmi les acteurs de marchés.

Ces lignes directrices ont continué de prévaloir face aux augmentations des besoins de financement liées à la crise sanitaire. En 2020 et 2021, les émissions nettes de moyen et long terme de dette française ont ainsi augmenté très significativement pour atteindre 260 Md€, contre 200 Md€ en 2019. Facilité par la présence majeure de l'Eurosystème comme acheteur sur le marché secondaire, le surplus de dette a été correctement absorbé par le marché. Elle a également bénéficié, du côté de ses ressources de financement, de l'augmentation significative des dépôts des correspondants du Trésor.

Cette stratégie de suivi de la demande de marché a contribué à l'augmentation de la maturité moyenne de la dette depuis quinze ans. Elle s'élève à 8,4 années en 2021 après 8,2 années en 2020 et se situe au-dessus des principaux pays comparables, à l'exception du Royaume-Uni mais dont les fonds de pensions ont une place sans équivalent en Europe.

Cette stratégie a également contribué à recourir à des émissions à partir de souches anciennes, portant un taux d'intérêt plus élevé, et a conduit à générer des primes à l'émission dans un contexte de taux très bas et d'achats massifs de titres par l'Eurosystème. Selon les estimations réalisées par l'AFT à la demande de la Cour, l'ensemble des primes reçues par

l'État jusqu'en 2020, nettes de leur amortissement, a conduit, toutes choses égales par ailleurs, à diminuer l'encours de la dette publique d'environ 4,3 points de PIB fin 2020. Cet effet ne résulte pas, selon l'analyse de la Cour, d'une volonté de l'AFT de réduire en apparence le niveau de la dette.

Enfin, la volonté de proposer des instruments financiers innovants correspondant à l'attente des investisseurs a permis à l'AFT d'être un acteur d'envergure sur le marché des OAT indexées sur l'inflation, qui représentent près de 10 % des émissions annuelles, et des OAT vertes. Avec près de 42 Md€ d'encours d'OAT vertes début 2022, la France est ainsi le premier émetteur européen sur ce type d'instruments.

Si les principes opérationnels fonctionnent bien, y compris en période de tensions, la dimension stratégique et la communication de l'AFT pourraient être renforcées. En effet, une fois les principes énoncés, des analyses intéressantes sont produites par l'agence, notamment en vue des réunions du comité stratégique qui regroupe des personnalités qualifiées conseillant l'agence. Ces analyses de qualité pourraient être développées et systématisées. Au-delà de son principe central de suivi de la demande, l'AFT utilise sa liberté d'action pour faire des choix de gestion qui mériteraient un éclairage renforcé. L'AFT gagnerait aussi à communiquer plus régulièrement sur les éléments clés de sa stratégie, notamment auprès du monde économique et académique, quand ceux-ci apparaissent dans le débat public.

Un environnement de marché en évolution avec les programmes d'achat de l'Eurosystème et l'émergence d'une concurrence potentielle de la Commission européenne

Depuis 2014, l'Eurosystème a mis en place différents programmes d'achats pour soutenir les mécanismes de transmission de la politique monétaire en zone euro ainsi que la stabilité des prix. Dans le cadre de la crise sanitaire, ces programmes ont été nettement renforcés par l'instauration du *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) en mars 2020, pour un montant maximal de 1 850 Md€. Pour la France, ce seul programme a représenté 271 Md€ d'achats entre mars 2020 et novembre 2021. Le retrait progressif de ces programmes, qui commence à s'esquisser, constitue un enjeu majeur pour un émetteur comme l'AFT.

Par ailleurs, l'Union Européenne a nettement renforcé sa présence en tant qu'émetteur sur les marchés financiers avec la crise sanitaire. Les volumes émis, destinés à financer les mesures de soutien à la crise *via* les programmes *Sure* (*Support to mitigate unemployment risks in an Emergency*, mis en place en 2020) et *Next Generation EU* devraient atteindre respectivement 100 et 800 Md€ sur les prochaines années, soit environ 150 Md€ par an pour le seul programme *Next Generation EU*. Or, la dette européenne est à plusieurs égards, et notamment en termes de taux, perçue comme proche de la dette française. Si, dans la situation actuelle où la demande est soutenue par l'Eurosystème, l'effet de concurrence induit par l'émetteur européen ne conduit pas à une baisse de la demande des titres français, cette émergence doit toutefois rester un point d'attention pour l'AFT.

Comme pour les grands principes de sa stratégie évoqués plus haut, les évolutions internationales auxquelles l'agence va devoir faire face dans les prochaines années mériteraient un éclairage analytique renforcé, qui pourrait par exemple prendre la forme de scénarios prospectifs. Elle conforte la nécessité d'entretenir et d'approfondir une base d'investisseurs variée dont la structure a été modifiée par les achats de l'Eurosystème.

Un renforcement progressif du rôle de l'AFT au sein des émetteurs publics à mieux structurer

Si les émetteurs publics ont chacun des cultures et des pratiques financières qui leur sont propres, ils n'en ont pas moins en commun avec l'AFT une problématique d'accès fluide au marché. Dans un contexte de forte augmentation des besoins de financement, la communication entre émetteurs organisée sous l'égide de l'AFT a été renforcée pour éviter certaines difficultés opérationnelles comme le chevauchement des calendriers d'émission.

L'AFT est également intervenue pour d'autres émetteurs sous forme d'assistance technique, notamment en période de crise comme pour l'Acoss au printemps 2020. L'AFT a facilité l'intervention de banques SVT pour lui assurer des financements additionnels.

L'agence a intégré fonctionnellement les équipes de la Cades en 2017 dans le cadre d'une convention de gestion, à un moment où il était anticipé que celle-ci cesse son activité en 2024. Cette opération est quasiment aboutie aujourd'hui, quoique certains chantiers restent encore à finaliser comme le rapprochement de certains systèmes d'information. Cette intégration réussie, qui répondait à des objectifs de maintien de compétences spécifiques dans la sphère publique, aura été positive pour l'AFT et pour la Cades.

Trois scénarios possibles pour faire évoluer le rôle de l'AFT au sein des émetteurs publics

Le rôle central que joue l'AFT au sein des émetteurs publics amène à s'interroger sur l'évolution de la relation entre l'AFT et ces organismes. Au regard des évolutions récentes du rôle de l'AFT, trois scénarios peuvent être avancés.

Le premier scénario est celui du *statu quo* avec une coopération fondée sur un cadre informel, des missions temporaires réalisées à effectifs constants, un examen d'opportunité au cas par cas pour d'éventuelles autres conventions de mandat. Ce type de relations peut être assez largement partagé par des entités sensibles à leur autonomie de gestion tout en gardant un lien périodique avec l'AFT. Mais il ne garantit ni la pérennité ni l'homogénéité des pratiques et ne prend pas suffisamment en compte le changement de dimension des enjeux associés à la gestion de la dette publique dans un contexte aujourd'hui exceptionnel de taux d'intérêt bas et d'intervention massive de la Banque centrale européenne mais qui est susceptible d'évoluer au cours de la prochaine décennie.

Le deuxième scénario est de renforcer le cadre de coopération entre émetteurs dans le contexte de forte augmentation des émissions de dette. Il peut s'agir de mettre en place des indicateurs mesurant la qualité de la coopération de chaque émetteur (information sur les opérations à venir, fluidité des échanges bilatéraux, etc.), voire de l'établissement d'un cadre formel, tenant compte des spécificités de chaque entité. Ce scénario aurait l'avantage de pérenniser les efforts de coordination faits jusqu'à maintenant et d'éviter de retrouver des situations antérieures de moindre coopération.

Enfin, le dernier scénario conduirait à envisager l'élargissement du périmètre d'action de l'AFT avec l'établissement de nouvelles conventions de mandats pour l'émission et la gestion de dette, sur le modèle de ce qui a été pratiqué avec la Cades. Dans ce scénario, les organismes garderaient leur indépendance financière. Il ne s'agit donc pas pour l'AFT de reprendre la dette des organismes visés par une convention de mandat. Il s'agirait néanmoins d'un processus plus

engageant sur le plan fonctionnel qui permettrait d'assurer un fort niveau de cohérence au sein des émetteurs publics. Il reste que parmi les entités émettrices existantes, un conventionnement pourrait être complexe à mettre en place avec l'Unédic et trop tardif avec la Société du Grand Paris qui a réalisé l'essentiel de son programme d'émission.

Toutefois, la possibilité d'intégrer fonctionnellement de nouveaux émetteurs publics émergeant dans les prochaines années pourrait faire l'objet d'une analyse ex ante, en précisant les critères à retenir et en mettant en adéquation les ressources de l'agence avec ces missions additionnelles.

Au-delà d'une bonne gestion de la dette publique, une stratégie de finances publiques est nécessaire pour assurer la soutenabilité de la dette publique

La bonne gestion de la dette publique permet de se financer à moindre coût et d'utiliser au mieux les différentes configurations des marchés financiers pour lever les fonds nécessaires au financement des déficits. Mais ces déficits s'imposent au gestionnaire de dette et ce sont leurs niveaux actuels et à venir qui sont cruciaux pour assurer la soutenabilité de la dette.

Alors que le niveau de dette publique n'a fait que progresser depuis la crise financière et atteint désormais un niveau très élevé, supérieur à 110 points de PIB et que le déficit structurel serait proche de 5 points de PIB en 2022, il est crucial de construire une trajectoire de finances publiques qui permette d'amorcer une décrue de la dette et de reconstruire des marges de manœuvre pour faire face à un prochain ralentissement de l'économie.

Recommandation

1. Poursuivre la centralisation de la trésorerie des organismes publics sur le compte du Trésor (*AFT*) ;
2. Afin d'éclairer les arbitrages auxquels l'AFT est confrontée, approfondir l'analyse stratégique et effectuer chaque année une revue globale de la stratégie à présenter au comité stratégique en amont de l'élaboration du schéma de financement pour le PLF (*AFT, DGT*) ;
3. Communiquer plus régulièrement sur les éléments structurants de la stratégie et notamment lorsque ceux-ci sont dans le débat public (*AFT*) ;
4. Mettre en place un suivi de la coopération et des modalités d'échanges d'informations entre grands émetteurs publics et étudier la nécessité d'une formalisation de la coopération en précisant le rôle coordinateur de l'AFT (*AFT, DGT*) ;
5. Étudier la faisabilité et l'opportunité des scénarios d'extension du rôle de l'AFT au sein des émetteurs publics (*AFT, DGT*).

Introduction

À la demande de la commission des finances de l'Assemblée nationale¹, en application du 2° de l'article 58 de la LOLF, la Cour a réalisé une enquête sur la gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor².

Cette enquête intervient à la suite de publications antérieures, en particulier le rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de juin 2021³ qui a consacré un chapitre sur l'enjeu croissant pour les administrations publiques du financement de leur dette sur les marchés financiers.

Elle tient compte des analyses récentes sur les enjeux de soutenabilité des finances publiques en sortie de crise⁴ et la situation des finances publiques⁵. Ces publications ont notamment rappelé la nécessité de mettre rapidement la dette publique sur une trajectoire décroissante. Ce rapport ne revient pas sur ce thème de la soutenabilité de la dette mais analyse la gestion de la dette publique et plus particulièrement la gestion de la dette de l'État par l'Agence France Trésor.

Le présent rapport vise en premier lieu à analyser l'évolution et la répartition de la dette publique entre les différentes administrations publiques – l'État et ses opérateurs, les administrations de sécurité sociale et les administrations publiques locales – en faisant apparaître les différences de nature de son financement, par émission de titres sur les marchés financiers ou par emprunts bancaires (chapitre I).

Le rapport examine ensuite la stratégie de l'AFT pour la gestion de la dette de l'État⁶. Il analyse ainsi les principes de gestion, leur mise en œuvre pratique et la relation étroite que l'AFT entretient avec les marchés financiers, notamment les banques sélectionnées comme spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), ainsi qu'avec les autres organismes publics (« correspondants du Trésor ») pour financer sa dette au meilleur coût. Alors que le niveau historiquement très faible des taux d'intérêt conduit à s'interroger sur l'opportunité d'un allongement plus marqué de la maturité moyenne de la dette de l'État pour atténuer à terme les risques de refinancement, il étudie les avantages et les inconvénients d'une telle stratégie ainsi que la possibilité de la mettre en œuvre dans un contexte de taux d'intérêt toujours bas. Le rapport évoque également la diversification des instruments financiers d'endettement telles les

¹ Cf. lettre de saisine en annexe n° 1.

² L'AFT est un service à compétence nationale placé sous l'autorité du ministre de l'économie, des finances et de la relance et rattaché au directeur général du Trésor.

³ Cour des comptes, *La situation et les perspectives des finances publiques*, juin 2021.

⁴ Cour des comptes, *Une stratégie de finances publiques pour la sortie de crise, concilier soutien à l'activité et soutenabilité*, communication au Premier ministre, juin 2021.

⁵ Cour des comptes, *Rapport public annuel 2022*, février 2022.

⁶ Il n'aborde pas la gestion de la trésorerie de l'État qui incombe aussi à l'AFT.

obligations assimilables du Trésor (OAT) indexées sur l'inflation ou encore les OAT vertes destinées à financer des dépenses publiques favorables à l'environnement (chapitre II).

Le rapport analyse également les conséquences d'un retrait progressif de la politique d'achats d'actifs de la Banque centrale européenne ainsi que l'émergence d'un nouvel émetteur d'envergure, la Commission européenne, dans le cadre du financement du plan de relance décidé au niveau communautaire. À la lumière de ces évolutions de contexte, les modifications de la base d'investisseurs sur la dette française sont également examinées (chapitre III).

Si l'AFT doit faire face à des modifications de son environnement de marché international, elle doit également s'adapter aux évolutions observables au sein de la sphère des émetteurs publics français. Son rôle au sein de cette sphère s'est renforcé au cours de la dernière décennie et dans le cadre de la crise sanitaire, ce qui appelle, de façon plus prospective, une analyse sur le périmètre que pourrait prendre l'action de l'agence dans les années à venir (chapitre IV).

Chapitre I

Une forte augmentation de la dette publique, un financement prépondérant sur les marchés financiers

La dette publique a augmenté de manière quasi continue depuis le début des années 2000 pour atteindre des niveaux inédits en 2021. L'État porte la plus grande part de cette dette en raison de déficits récurrents depuis 40 ans mais aussi de son rôle de réassureur qui le conduit, en période de crise, à prendre à sa charge le financement d'une grande partie des mesures de soutien ou de relance de l'économie. La dette de l'ensemble des autres sous-secteurs des administrations publiques, administrations de sécurité sociale et administrations publiques locales, a également augmenté au cours de la période selon des dynamiques spécifiques.

Pour financer de tels montants de dette, à la suite de l'État, les organismes divers d'administration centrale et les administrations de sécurité sociale couvrent désormais la plus grande part de leur besoin de financement par appel aux marchés financiers à la suite d'un mouvement de désintermédiation financière engagé de longue date. Les emprunts bancaires demeurent néanmoins le mode de financement privilégié des collectivités territoriales et des établissements hospitaliers.

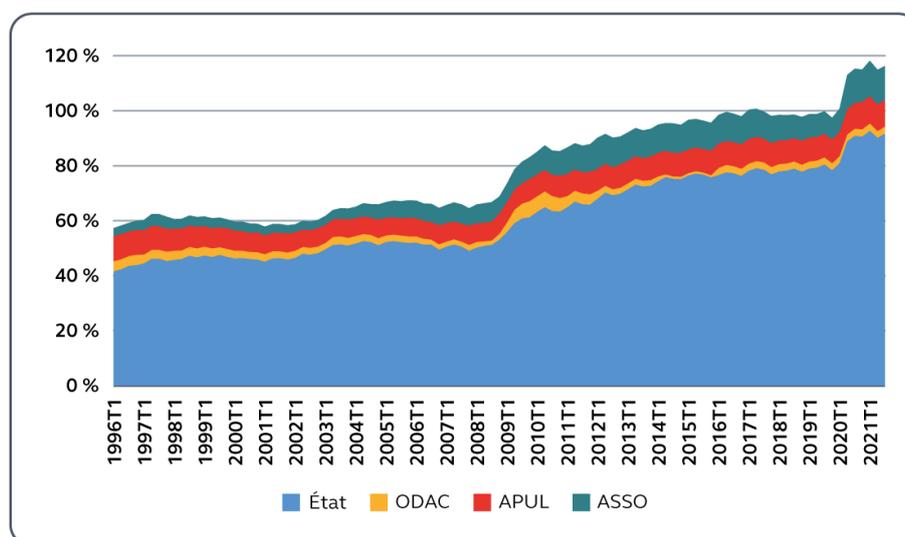
Au cours de la dernière décennie, les émetteurs publics ont pu néanmoins bénéficier de conditions favorables sur les marchés du fait des politiques monétaires accommodantes, qui ont conduit à une diminution puis un maintien des taux d'intérêt au plus bas historique. Cette situation a permis une nette réduction du poids de la charge d'intérêts dans la richesse nationale.

I - Une progression continue de la dette publique avec des paliers liés aux crises financière et sanitaire

A - Une progression par paliers du ratio de dette des administrations publiques

La dette de l'ensemble des APU s'établit à 2 834,3 Md€ au 30 septembre 2021⁷, en progression d'environ 480 Md€ par rapport au début de l'année 2019. Cette très forte progression, liée à la crise sanitaire, s'ajoute à la dynamique des années précédentes, le niveau d'endettement des administrations publiques françaises ayant augmenté de près de 1 400 Md€ depuis 2009 et ayant été multiplié par plus de trois en euros courants depuis l'année 2000⁸.

Graphique n° 1 : évolution de la dette publique par sous-secteur (en points de PIB)



Source : Insee ; données au 30 septembre 2021.

Rapportée au produit intérieur brut (PIB), la dette est passée de 58,9 points de PIB en 2000, à 83,0 points en 2009, puis 97,6 points en 2019 pour atteindre 116,3 points au troisième trimestre 2021.

Si le montant de la dette a progressé presque continûment au cours des 20 dernières années, sous l'effet de déficits publics persistants, le ratio de dette publique rapportée au PIB a augmenté très significativement en période de crise. Son augmentation a ainsi dépassé 18 points de PIB au cours des années 2008-2009 avec la crise financière, et a été de près de 18 points de PIB en 2020.

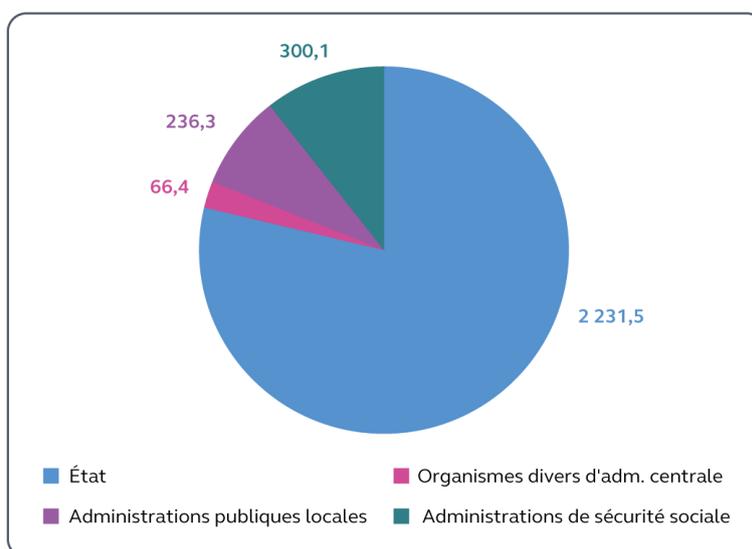
⁷ Le chiffre de dette publique pour 2021 sera publié par l'Insee à la fin du mois de mars 2022.

⁸ Pour une présentation détaillée de la dette publique par sous-secteurs et de leurs évolutions au cours des deux dernières décennies, voir Cour des comptes, *Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques*, juin 2021 (chapitre 4).

La dette de l'État représente 78,7 % de la dette publique. Le solde est détenu par les administrations de sécurité sociale (Asso) pour près de 10,6 %, les administrations publiques locales (Apul) pour 8,3 % et les organismes divers d'administration centrale (Odac) pour 2,3 %.

La fonction de stabilisation économique assumée par l'État a conduit en effet à un recul très marqué de ses prélèvements obligatoires durant les récessions économiques, l'État prélevant certains des impôts les plus cycliques, comme l'impôt sur les sociétés. De plus, en période de crise, l'État prend à sa charge le financement d'une grande partie des mesures de soutien ou de relance de l'économie et peut être amené à compenser aux autres administrations publiques les pertes de recettes qu'elles subissent.

Graphique n° 2 : répartition de la dette des administrations publiques au 30 septembre 2021 (en Md€)

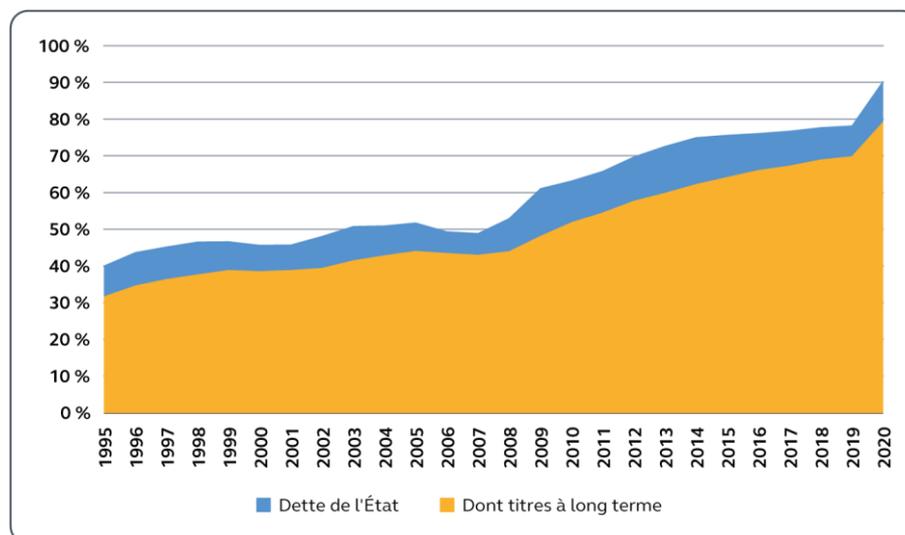


Source : Insee

B - Une dette des administrations publiques portée majoritairement par l'État

Depuis l'année 2000, la dette de l'État a été multipliée par trois en euros courants. À la fin du troisième trimestre 2021, elle représentait plus de 2 230 Md€, soit près de 92 points de PIB. Elle a ainsi augmenté de près de 1 130 Md€ depuis 2009, année de la crise financière, et de plus de 320 Md€ depuis fin 2019 avec la crise sanitaire.

Graphique n° 3 : dette de l'État entre 1995 et 2020 (en points de PIB)



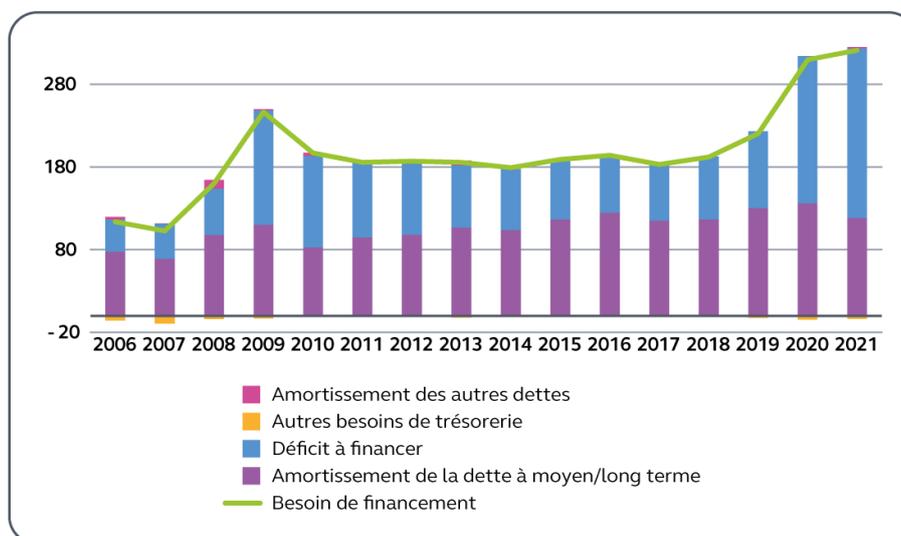
Source : Insee

Le besoin de financement de l'État découle de la nécessité de financer par de nouveaux emprunts le déficit de l'année et de rembourser les titres ayant financé les déficits passés et arrivant à échéance.

Avec des déficits récurrents, l'État doit chaque année faire appel au marché pour couvrir le surplus des dépenses non couvert par des recettes, pour des montants significatifs : le déficit à financer s'est établi ainsi en moyenne à 55 Md€ entre 2003 et 2008, à 75 Md€ entre 2012 et 2019, à plus de 115 Md€ en 2009 pendant la crise financière et à plus de 170 Md€ en 2020 et 2021 avec la crise sanitaire.

Le solde du besoin de financement vient couvrir le remboursement des dettes contractées par le passé par l'État, en sollicitant de nouveaux emprunts. Le poids de ce refinancement a progressivement augmenté, sous l'effet de la hausse de la dette publique, passant ainsi de 44 % en 2010 (soit 82,9 Md€) à 58 % en 2019 (soit 130,2 Md€). Il s'est toutefois réduit à 43 % en 2020 (136,1 Md€), compte tenu de la forte augmentation du déficit de l'État. L'AFT procède par ailleurs chaque année à des rachats de sa dette pour lisser le profil des remboursements de dettes contractées par le passé et arrivant à échéance. Ces rachats étaient de l'ordre de 30 Md€ en 2020 (voir *infra*).

Graphique n° 4 : besoin de financement de l'État (en Md€)



Source : Agence France Trésor ; données pour 2021 : LFR 2 2021 (1^{er} décembre 2021)

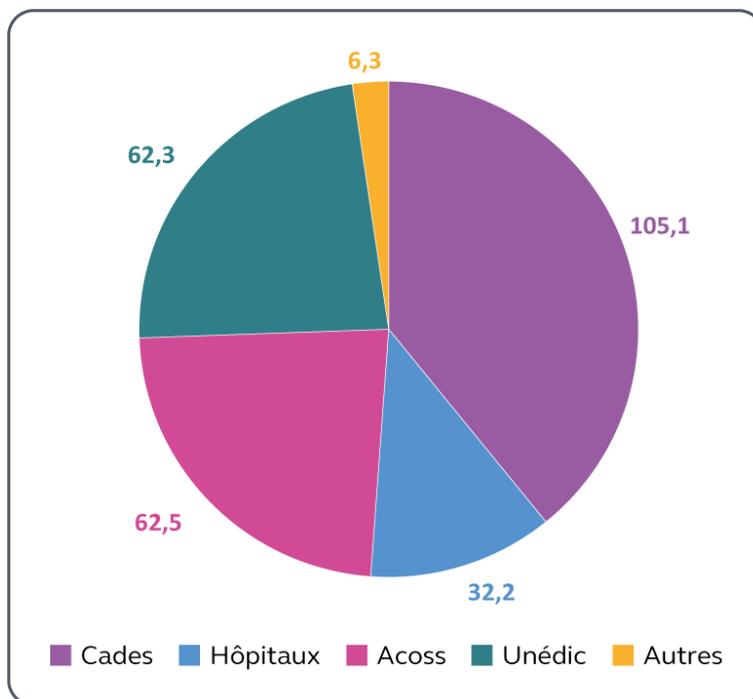
La dette de l'État (2 231 Md€ au troisième trimestre 2021) se compose pour l'essentiel de titres à moyen et long termes. En 1995, les titres à long terme représentaient 80 % de la dette de l'État. Cette proportion atteint 90 % en 2020.

C - Un encours de dette plus limité pour les autres administrations publiques

1 - Une dette des administrations de sécurité sociale concentrée sur un nombre limité d'émetteurs

L'encours de dette des administrations de sécurité sociale s'élevait à 300,1 Md€ à la fin du troisième trimestre 2021, après 268,4 Md€ fin 2020. Elle concerne principalement les régimes obligatoires de sécurité sociale, la Cades, l'Unedic ainsi que les organismes dépendant des assurances sociales (Odass), pour l'essentiel les établissements publics de santé et les établissements de santé privés d'intérêt collectif.

Graphique n° 5 : décomposition de la dette des administrations de sécurité sociale à fin 2020 (Asso ; en Md€)



Source : Insee

La dette portée par la Cades s'élève à 105,1 Md€ fin 2020 constituant ainsi la dette la plus importante au sein des administrations de sécurité sociale. Créée en 1996, la Cades amortit, sur une durée prédéfinie à partir de ressources propres, les dettes des organismes de sécurité sociale qui lui sont transférées. En 2020, ses ressources s'élevaient à 17,6 Md€⁹. Les lois organique et ordinaire du 7 août 2020¹⁰ ont prolongé de 2024 à 2033 l'horizon d'amortissement de la Cades pour financer un transfert de 136 Md€ supplémentaires et une modification de la composition de ses recettes¹¹. À la fin de l'année 2021, la Cades aura amorti 204 Md€ de dette de la sécurité sociale depuis sa création.

L'Acoss, devenue Urssaf Caisse nationale, assure, parmi d'autres missions, la gestion commune et centralisée de la trésorerie des branches du régime général. Elle est tenue de se financer à moins d'un an. Du fait de déficits annuels récurrents qui n'ont pas été repris par la Cades, l'Acoss doit financer à court terme des déficits de nature structurelle. Avec les effets de la crise sanitaire, l'endettement de l'Acoss a augmenté de 41 Md€ en 2020 pour s'établir à 63,4 Md€, soit 23 % de l'ensemble de la dette des Asso.

⁹ Dont 8,26 Md€ de quote-part de CSG, 7,26 Md€ de contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS), dont l'assiette est un peu large que celle de la CSG, et 2,1 Md€ de versement annuel du Fonds de réserve des retraites (FRR).

¹⁰ Loi organique n° 2020-991 et loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relatives à la dette sociale et à l'autonomie.

¹¹ À partir de 2024, la fraction des assiettes de la CSG, à l'exception de celle des produits sur les jeux, est diminuée de 0,15 point au profit de la branche autonomie et, à partir de 2025, le versement annuel du FRR est réduit de 2,1 Md€ à 1,45 Md€.

Depuis sa création en 1958, l'assurance chômage est gérée par l'Unédic, association à gestion paritaire. L'équilibre financier de l'assurance chômage repose historiquement sur un équilibre de moyen terme lié aux cycles économiques. Toutefois, depuis la crise financière de 2009, le régime n'a plus connu une seule année d'excédent. La dette a ainsi augmenté de 4 Md€ en moyenne par an entre 2011 et 2017 puis cette progression a ralenti à 1,7 Md€ en 2017 et 2018 avant d'augmenter de 21 Md€ en 2020 sous l'effet de la dégradation majeure de la situation financière de l'Unédic provoquée par la crise sanitaire qui a entraîné une forte baisse des recettes et une hausse très importante de ses dépenses du fait de sa participation au financement de l'activité partielle et de la dégradation du marché du travail.

La dette des établissements de santé publics ou privés participant au service public représentait près de 12 % de la dette des Asso en 2020. Une partie doit faire l'objet d'une prise en charge par l'assurance maladie.

2 - Une dette des administrations publiques locales contrainte par la « règle d'or »

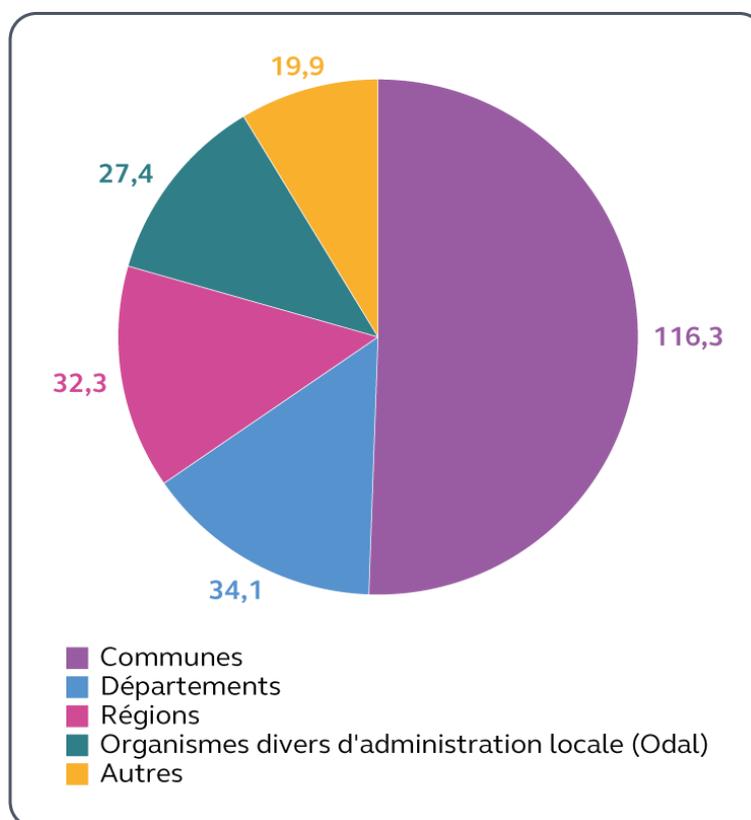
La dette des administrations publiques locales (Apul) s'élève à 236 Md€ à la fin du troisième trimestre 2021, soit 8,3 % de l'ensemble de la dette des APU.

Contrairement à l'État, les collectivités locales sont soumises à une « règle d'or » qui leur interdit d'emprunter pour financer des dépenses de fonctionnement ou pour rembourser le capital des emprunts arrivant à échéance¹². Comparativement aux autres secteurs, le poids de la dette locale et son niveau ont été relativement contenus : celle-ci a augmenté de 65 Md€ entre 2010 et 2020 et son poids dans le PIB est passé de 8,2 à 10,0 points.

Les Apul sont principalement constituées des collectivités territoriales, qui portent 80 % de la dette locale. La dette des communes (116,3 Md€ en 2020) représente près de la moitié de la dette locale. Les régions et les départements portent respectivement 32,3 Md€ et 34,1 Md€ de dettes, soit un peu plus de 1 % du total de la dette publique.

¹² Articles L. 1612-4 et L. 1612-5 du code général des collectivités territoriales.

Graphique n° 6 : décomposition de la dette des administrations publiques locales en 2020 (Apul ; en Md€)



Source : Insee

Au sein des Apul, la dette des organismes divers d'administration locale (ODAL) progresse depuis 2017, notamment du fait de la Société du Grand Paris (SGP), et atteint 27,4 Md€ en 2020.

3 - Une dette des organismes divers d'administration centrale résultant principalement de celle de SNCF Réseau

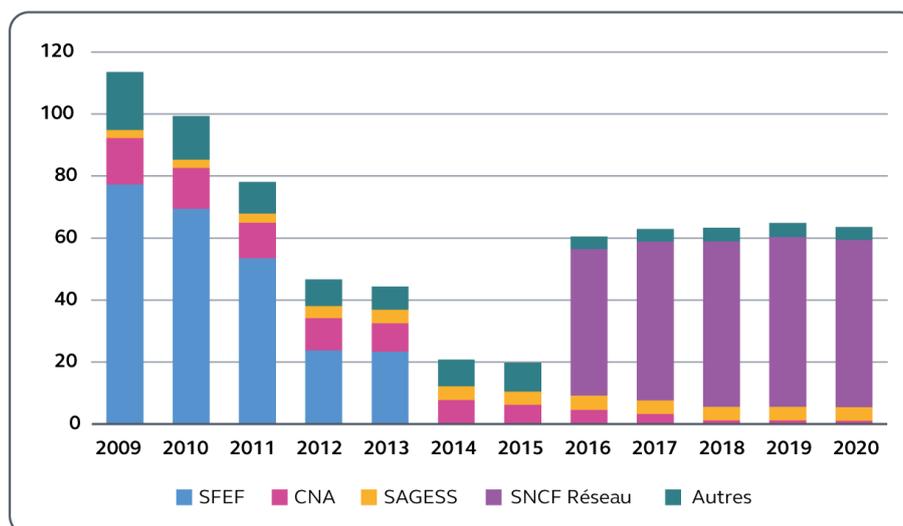
Les administrations publiques centrales (APUC) au sens de la comptabilité nationale regroupent l'État mais aussi plus de 650 organismes divers d'administration centrale (Odac). Ce champ rassemble des organismes de statuts juridiques variés, souvent des établissements publics à caractère administratif contrôlés et financés majoritairement par l'État *via* des subventions ou des affectations de recettes, et dont l'activité est principalement non marchande. La dette des Odac a diminué de plus de 90 Md€ entre 2009 et 2015, avant de remonter sous l'effet de la dette de la SNCF.

L'endettement des Odac fait l'objet d'un encadrement strict. Depuis la loi de programmation des finances publiques pour les années 2011 à 2014¹³, ces établissements ne

¹³ Loi n° 2010-1645 du 28 décembre 2010 de programmation des finances publiques pour les années 2011 à 2014.

peuvent s'endetter auprès d'un établissement de crédit ou émettre un titre de créance d'une durée supérieure à douze mois¹⁴. La dette des Odac correspond désormais essentiellement à la dette résiduelle des entités reclassées ces dernières années par l'Insee dans le champ des administrations publiques.

Graphique n° 7 : décomposition de la dette des Odac (en Md€)



Source : Insee, comptes nationaux ; SFEF : Société de financement de l'économie française, CNA : Caisse nationale des autoroutes, SAGESS : Société anonyme de gestion de stocks de sécurité.

Le reclassement de SNCF Réseau dans la catégorie des APU¹⁵ a conduit à intégrer le déficit et la dette de l'entité à compter de l'année 2016 dans la dette publique.

Une partie de cette dette (25 Md€ au 1^{er} janvier 2020 puis 10 Md€ supplémentaires au 1^{er} janvier 2022) a été reprise par l'État, *via* des prêts croisés entre l'État, la Caisse de la dette publique et SNCF Réseau¹⁶. La dette de SNCF Réseau représente désormais 84 % de la dette des Odac du fait de ce reclassement.

¹⁴ Quelques exceptions existent (Caisse de la dette publique, Fonds de garantie des dépôts et de résolution par exemple) du fait de la nature de l'activité des entités concernées. Celles-ci demeurent toutefois minoritaires.

¹⁵ L'année 2016 correspond à l'année à partir de laquelle les recettes marchandes couvrent moins de 50 % de ses coûts de production et font de SNCF Réseau une entité non marchande.

¹⁶ La reprise de dette de SNCF Réseau par l'État en 2020, d'un montant de 25 Md€, s'est réalisée en deux étapes. Dans une première étape, des contrats de prêts « miroirs » ont été conclus entre SNCF Réseau et la Caisse de la dette publique (CDP), pour un montant de 25 Md€. Ces contrats répliquent les conditions des emprunts de la SNCF envers ses créanciers. Dans une seconde étape, l'État s'est substitué à SNCF Réseau comme débiteur de la CDP. Au cours de cette opération, l'État s'est ainsi endetté de 25 Md€ vis-à-vis de la CDP tandis que SNCF Réseau a bénéficié d'une créance de 25 Md€ sur la CDP. La reprise de dette de SNCF Réseau vis-à-vis de la CDP est comptabilisée en dépense et détériore le déficit de l'État de 25 Md€ en 2020 en comptabilité nationale. SNCF Réseau et la CDP appartenant au sous-secteur des ODAC, la dette de ce sous-secteur n'est pas affectée mais son actif envers l'État augmente de 25 Md€.

II - Un financement croissant sur les marchés financiers, des émissions différentes selon les émetteurs

La progression de la dette des différents sous-secteurs des administrations publiques s'est opérée dans un contexte accru de désintermédiation financière. De nombreux émetteurs publics ont désormais recours aux marchés financiers. Il en résulte des endettements publics aux caractéristiques diverses, notamment en termes de durée de vie moyenne des titres ou des emprunts.

A - Un recours très large aux marchés financiers pour financer la dette publique

Les administrations publiques ont eu progressivement accès à d'autres modes de financement que les prêts bancaires en se tournant vers les marchés financiers et en émettant des titres de créances¹⁷. Ce processus de désintermédiation engagé au cours des années 1990 s'est poursuivi depuis, en particulier après la crise financière avec le renforcement des contraintes prudentielles sur le système bancaire.

Les titres de créances représentaient ainsi 66 % de la dette des administrations publiques en 1995, 76 % en 2000 et 89 % à la fin du 3^{ème} trimestre 2021. La tendance est inverse pour les crédits bancaires, dont le poids dans la dette publique totale est passé de 28 % en 1995 à 10 % à la fin du 3^{ème} trimestre 2021.

L'État, sur cette période, a eu recours à des émissions de bons du Trésor de maturité de moins d'un an et d'obligations de moyen et long termes pour couvrir l'essentiel de son besoin de financement et a réduit ses encours d'emprunts bancaires. Les titres de créances représentent désormais plus de 95 % du financement de l'État, contre 88 % en 1995.

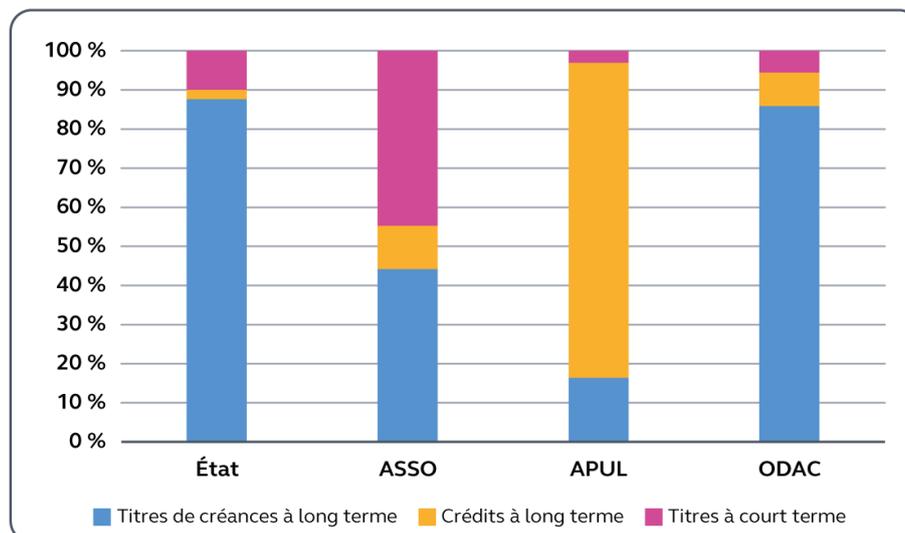
Le constat est identique pour les Asso, traduisant l'accès progressif de l'Acoss aux financements de marché à partir de la fin des années 2000, ainsi que le poids de l'amortissement de la dette de la sécurité sociale par la Cades. En 2020, les titres de créance représentaient 87 % de la dette totale des Asso. En revanche, le financement des investissements hospitaliers repose pour l'essentiel sur le crédit bancaire.

La création de l'Agence France Locale en 2013¹⁸ devait faciliter l'accès des collectivités locales aux marchés financiers. Entre 2015 et 2020, elle a ainsi pu lever près de 5 Md€ de fonds pour le financement local. Pour autant, le marché obligataire demeure peu sollicité par les collectivités : les titres de créances ne représentaient ainsi que 18 % des encours de dette locale en 2020.

¹⁷ Un titre de créance est un titre qui représente un droit de créance du détenteur sur l'émetteur du titre. Ce titre correspond à une dette (ou un emprunt) de l'émetteur. Le détenteur du titre dispose d'un droit à être remboursé du montant du titre et à percevoir une rémunération (intérêts). Les obligations sont des titres de créances.

¹⁸ Le groupe Agence France Locale est composé de deux entités : une société territoriale (AFL-ST) chargée de la stratégie financière et une société financière (AFL-SF) responsable de la gestion opérationnelle de la dette.

Graphique n° 8 : instruments utilisés par les différentes entités publiques pour gérer leur dette en 2020



Source : Insee

Ainsi, à l'exception des administrations locales et des établissements hospitaliers qui sont majoritairement orientés vers les crédits bancaires, les administrations publiques se tournent désormais essentiellement vers les marchés financiers pour la gestion de leur dette.

B - Des émissions dont les caractéristiques varient selon les émetteurs

Si, par le volume de ses émissions¹⁹, l'AFT domine la sphère des émetteurs publics, les autres émetteurs proposent une gamme de titres différente de celle de l'agence en termes de devises d'émission, de maturités ou de types de produits.

1 - Des devises d'émission différentes

L'AFT n'émet qu'en euros pour des raisons de souveraineté, de demande des investisseurs et d'adéquation avec sa stratégie qui vise à proposer au marché des instruments financiers liquides, ce qu'elle ne pourrait pas garantir si elle émettait dans une devise différente de l'euro. À l'inverse, par exemple, la Cades a émis en 2021 pour 21 Md€ de titres en euros mais également 17 Mds en dollar américain, 2 Mds en yuans chinois et 1,5 Md en livre sterling. Comme la Cades, la SNCF émet également en devises variées (dollars américain, canadien, australien, de Hong-Kong ou de Singapour, livres, francs suisse, etc.). Les risques de change sont ensuite neutralisés par des contrats spécifiques.

¹⁹ 289,5 Md€ d'émissions brutes ont été réalisées en 2020 par l'AFT, la Cades ayant levé 14 Md€, environ 10 Md de dollars américain et 1 Md de yuans, l'Unédic 19 Md€ et la SGP 11 Md€.

2 - Des maturités d'émission diverses

La durée de vie moyenne des titres ou des emprunts est très différente selon les sous-secteurs. Alors que la maturité moyenne des titres émis par l'État est supérieure à 8 ans, celle des Odac est supérieure à 10 ans²⁰ du fait principalement de celle de SNCF réseau, principal détenteur de dette publique de cette catégorie d'organismes, qui émet des titres de maturité parfois très longue, jusqu'à 100 ans en 2019 (pour 100 M€). La Société du Grand Paris présente elle aussi des spécificités avec une maturité moyenne d'émission de 33 ans en 2020, due notamment aux impératifs de gestion actif-passif²¹ de cette société dont les projets d'infrastructure sont de très long terme.

Au sein de la sphère sociale, l'Acoss n'émet que sur des durées inférieures à un an, en raison de contraintes légales²², ces émissions relevant en temps normal de la couverture des besoins infra-annuels de la sécurité sociale. Elle a été autorisée à émettre directement sur les marchés financiers à partir de 2007, sous forme de billets de trésorerie, devenus des « *negotiable European commercial papers* » (NeuCP), et depuis 2010, des « *euro commercial papers* » (ECP). La Cades organise en revanche sa stratégie d'émission en fonction de la date d'extinction de la dette sociale, actuellement fixée à 2033, et de la gestion actif-passif qui en résulte. Elle prévoit ainsi d'émettre environ 20 % de son volume d'émission à 10 ans pour 2021. Pour 2021, l'Unédic a établi un programme de financement de moyen et long termes de 13 Md€, pour des maturités pouvant aller jusqu'à 15 ans et la maturité moyenne de sa dette est de 7 ans.

C - Les taux souverains comme base de taux pour les opérations d'émission de l'ensemble des émetteurs publics

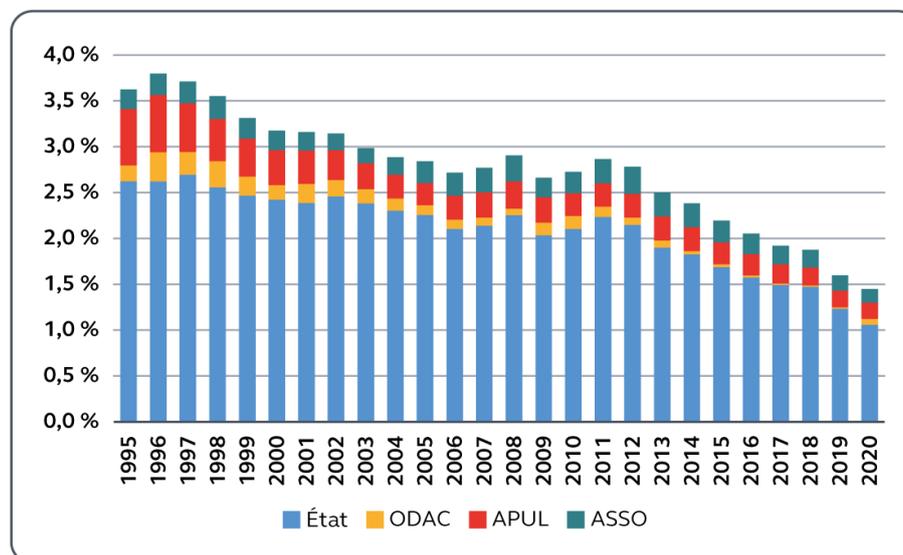
Dans un contexte d'augmentation marquée de l'endettement, les émetteurs publics ont bénéficié de conditions favorables sur les marchés du fait des politiques monétaires accommodantes (diminution des taux directeurs et mise en place des programmes d'achat d'actifs), qui ont conduit à une diminution puis à un maintien des taux d'intérêt à des plus bas historiques. Cette baisse des taux d'intérêt a contribué à réduire le poids de la charge d'intérêts dans la richesse nationale : malgré la croissance de la dette, les charges d'intérêts sont passées de 3,5 points de PIB en 1995 à 1,3 point en 2020, soit un ratio proche de celui observée en 1980 (1,2 point). La charge des intérêts a ainsi diminué de plus de 20 Md€ pour l'ensemble des administrations qui en ont toutes bénéficié : 16 Md€ pour l'État, près de 2 Md€ pour les Odac, 0,8 Md€ pour les Apul et 1,5 Md€ pour les Asso.

²⁰ Il s'agit de la maturité de la dette de certains Odac qui, par dérogation, peuvent s'endetter au-delà de 12 mois comme SNCF réseau.

²¹ La gestion actif-passif est la volonté de faire correspondre au mieux les grandes masses et les risques présents à l'actif et au passif du bilan d'une entité.

²² Selon l'article L. 139-3 du code de la sécurité sociale, l'Acoss est autorisée à émettre des titres de créances négociables pour une durée inférieure ou égale à douze mois. Son programme d'émission fait l'objet chaque année d'une approbation par les ministres chargés de sa tutelle.

Graphique n° 9 : évolution de la charge d'intérêts par sous-secteur (comptabilité nationale, en points de PIB)



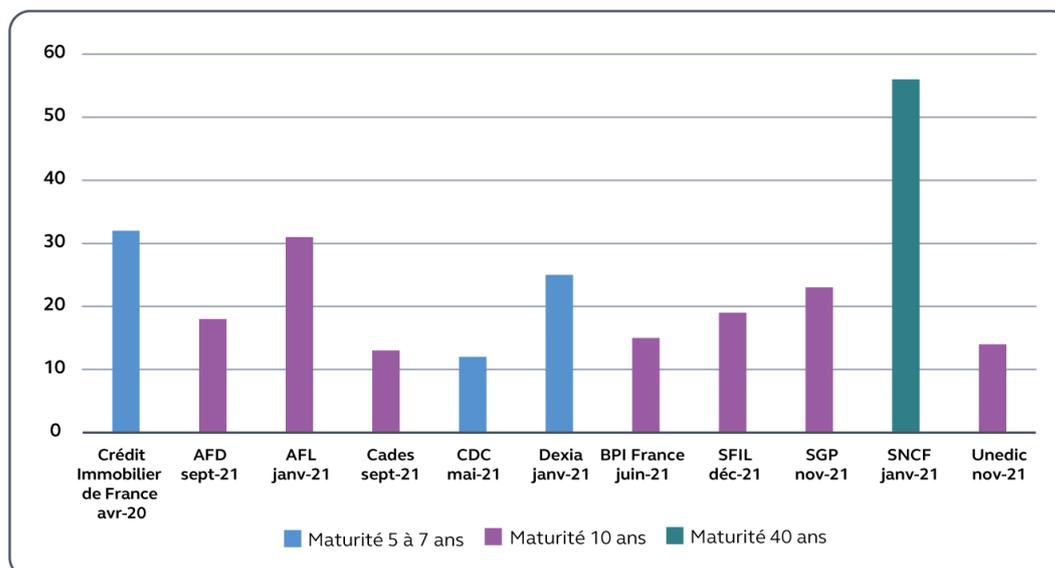
Source : Insee

Pour les acteurs du marché, les émetteurs publics bénéficient d'une forme d'assurance, directe ou indirecte, d'un soutien de l'État en cas de défaillance. Des écarts de taux de l'ordre de 10 à 60 points de base subsistent néanmoins entre la courbe souveraine, c'est-à-dire les taux d'intérêt payés sur la dette de l'État à différentes maturités, et les courbes des autres entités publiques. Ils correspondent notamment aux moindres volumes émis par ces entités – et donc à la moindre liquidité de leurs titres – ainsi qu'à un risque de crédit différent de celui de l'État.

Si les différentiels de taux entre entités publiques peuvent contribuer à accroître le coût global de la dette – un différentiel de crédit de 20 points de base (0,20 %), comme dans le cas de la Cades, se traduit par exemple par un surcoût de 2 M€ sur une émission de 1 Md€ – ils sont la contrepartie de la plus grande flexibilité dont bénéficient les émetteurs de taille inférieure à celle de l'AFT dans leurs émissions. Ils peuvent par exemple être plus opportunistes dans leurs émissions en fonction des conditions de marché.

Par ailleurs, dans un contexte de taux négatifs, ces différentiels ne sont pas défavorables aux entités émettrices puisqu'ils facilitent la couverture de leurs émissions grâce au léger surplus de rendement qu'ils offrent aux investisseurs par rapport à la courbe souveraine française, pour un risque perçu par les participants de marché comme *in fine* assez proche.

Graphique n° 10 : écart de taux des émissions des émetteurs publics par rapport aux OAT (en points de base, i.e. centièmes de %)



Source : AFT. Note de lecture : date de la dernière émission significative de chaque émetteur en euros.

Cette situation favorable pourrait cependant s'inverser en cas de hausse nette des taux français car les différentiels de taux entre l'AFT et les autres émetteurs publics pourraient s'accroître, soit parce que leur intérêt relatif dans un univers de taux plus élevés serait amoindri et donc leurs titres moins demandés, soit s'il devait y avoir un risque sur le crédit français qui conduirait à s'interroger sur l'effectivité d'une garantie implicite apportée par l'État à ces entités.

Le travail de l'AFT influence l'ensemble des émetteurs publics puisque les titres émis par l'agence servent de base aux différentiels de taux de chaque entité. Aucun émetteur public ne peut donc considérer que sa stratégie d'émission se fait de façon totalement indépendante de l'AFT, quand bien même cette stratégie et les produits qu'il émet peuvent être spécifiques. Ce rôle dans la définition des taux ainsi que son poids prépondérant en termes de volumes font de l'AFT une entité centrale dans le spectre des émetteurs publics.

CONCLUSION

La dette des administrations publiques centrales, locales et de sécurité sociale a augmenté de manière continue au cours des dernières décennies pour s'établir à 2 834,3 Md€ au 30 septembre 2021, soit 116,3 points de PIB. L'État porte la plus grande part de la dette publique en raison de ses déficits récurrents depuis 40 ans, mais aussi de son rôle de réassureur qui le conduit, en période de crise, à prendre à sa charge le financement d'une grande partie des mesures de soutien ou de relance de l'économie. La dette de l'ensemble des autres sous-secteurs des administrations publiques a également augmenté au cours de la période selon des dynamiques spécifiques.

Les administrations publiques couvrent désormais la plus grande part de leur besoin de financement par appel aux marchés financiers, à l'exception notable des collectivités territoriales et des établissements hospitaliers pour lesquelles les emprunts bancaires demeurent le mode de financement privilégié. Parmi les émetteurs publics sur les marchés financiers, l'Agence France Trésor est le plus important.

Pour faire face à l'augmentation massive des besoins de financement depuis la crise financière de 2008, les émetteurs publics ont pu bénéficier de conditions exceptionnelles sur les marchés du fait des politiques monétaires accommodantes, avec en Europe les achats d'actifs considérables de l'Eurosystème sur le marché secondaire et le maintien des taux d'intérêt au plus bas historique.

Les différentiels de taux auxquels font face les émetteurs publics par rapport à l'AFT, sans être négligeables, sont la contrepartie de la souplesse dont ils bénéficient dans leurs émissions et de la moindre liquidité de leurs titres. Ils favorisent également la bonne couverture de leur émission. Cette situation favorable pourrait cependant être remise en cause en cas d'augmentation des taux d'intérêt.

Chapitre II

Une gestion de la dette de l'État par l'Agence France

Trésor fondée sur le suivi de la demande

Selon le projet annuel de performances du programme relatif à la charge de la dette et trésorerie de l'État, « *la gestion de la dette répond à l'impératif de couvrir le besoin de financement de l'État tout en minimisant, sur la durée, la charge de la dette pour le contribuable* »²³. L'objectif visé a ainsi une double dimension : le placement des émissions nécessaires au financement de l'État et la minimisation du coût de celles-ci.

Pour atteindre ce double objectif, l'élément central de la stratégie de l'AFT est de suivre la demande des investisseurs. Cette pratique est habituelle parmi les émetteurs publics étrangers dans la mesure où elle permet d'émettre les montants nécessaires pour couvrir le besoin de financement à moindre coût. Pour cela, elle s'appuie en particulier dans sa gestion opérationnelle sur une relation fluide au marché (I).

Pour autant, même si son action est principalement guidée par le suivi de la demande des marchés, l'AFT dispose en propre de marges de choix qu'elle a mobilisées pour faire face à la forte augmentation des besoins de financement à la suite de la crise sanitaire (II). Cette période a également relancé certains débats récurrents sur le niveau des primes et décote, la trajectoire de maturité moyenne de la dette et la diversification des instruments financiers (III).

La stratégie de gestion de la dette porte donc sur la manière dont ces divers choix sont appréhendés. Elle nécessite une expertise approfondie et une adaptation à un environnement changeant (IV).

I - Une gestion opérationnelle fondée sur une relation fluide au marché

Service à compétence nationale²⁴ créé par arrêté en 2001 et rattaché au directeur général du Trésor, l'AFT a pour missions de gérer la dette et la trésorerie de l'État, en s'appuyant sur

²³ Projet annuel de performances du programme 117, annexe au projet de loi de finances 2022.

²⁴ Services dont les attributions ont un caractère national – à la différence des services déconcentrés – et dont l'exécution ne peut être déléguée à un échelon territorial. Ils se distinguent également des services centraux, car leurs missions ont un « caractère opérationnel » et, pour ceux placés sous l'autorité d'un ministre, ils bénéficient d'une certaine autonomie.

une organisation de taille réduite (A) et en s'attachant à aligner autant que possible l'offre d'émission à la demande du marché avec l'appui d'un groupe de banques sélectionnées appelées spécialistes en valeurs du Trésor (B).

Pour mettre en œuvre cette stratégie, la gestion opérationnelle de la dette de l'AFT repose sur des principes, installés dès les premières années, de régularité, transparence et prévisibilité à l'égard de la communauté des investisseurs (C).

A - Une organisation classique de l'AFT qui privilégie la souplesse d'action

1 - Des missions principales clairement définies, un cadre institutionnel et fonctionnel souple

L'AFT a été créé par arrêté en 2001 et répond à deux missions principales²⁵.

Elle 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 actualisées. L'exécution des flux sur le compte du Trésor est surveillée pour anticiper un besoin de trésorerie ponctuel et pouvoir y faire face. Comme précisé en introduction, cette mission n'est pas approfondie dans le présent rapport.

La seconde mission de l'AFT, examinée dans ce rapport, est l'émission et la gestion de la dette de l'État.

Les volumes que l'AFT doit émettre chaque année à moyen et long termes sont précisés en loi de finances (cf. *infra*). L'article 5 de l'arrêté du 8 février 2001 et l'article 2 de l'arrêté du 18 septembre 2001²⁶ mentionnent que les opérations menées par l'AFT sont réalisées selon les conditions fixées par le « *cadre général d'activité, relatif aux normes de gestion, d'organisation et de contrôle fixés par arrêté du ministre chargé de l'économie* ». Ce cadre général précise le mandat de l'agence : « *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* ».

Le cadre juridique de l'AFT reste souple et lui laisse une marge de manœuvre assez large. En effet, les grandes orientations de financement sont validées en amont par le directeur général du Trésor et approuvées par le ministre, alors que le tableau de financement, précisant à la fois les grandes lignes des besoins et des ressources de financement, est lui voté dans le cadre de la loi de finances. Le choix récurrent des émissions (titres à émettre et volumes) relève de décisions internes.

Le rattachement de l'AFT au ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance permet à l'agence de bénéficier de l'information la plus large possible pour remplir ses

²⁵ En complément des quatre autres missions mentionnées dans l'arrêté du 8 février 2001 : relations avec les participants de marché, production d'analyse économique, communication et contrôle des risques.

²⁶ Arrêté du 8 février 2001 portant création d'une agence de la dette et arrêté du 18 septembre 2001 relatif à la charte de déontologie et au cadre général d'activité de l'agence de la dette.

missions. Son intégration à la direction générale du Trésor contribue à cette fluidité en facilitant ses échanges avec les services traitant de prévision économique, de stratégie de finances publiques ou encore de coordination européenne. L'AFT peut s'appuyer sur d'autres directions du ministère pour les aspects ne relevant pas de son analyse propre, comme la direction du budget ou la direction générale des finances publiques. Elle peut également compter sur ces collaborations pour nourrir et étayer l'effort de communication qu'elle réalise en continu vis-à-vis des participants de marché.

En Europe, deux modèles d'organisation

Parmi les autres émetteurs souverains, on distingue deux modèles principaux avec des niveaux d'intégration des agences différents :

- un premier schéma repose sur une entreprise ayant un statut juridique propre mais détenue par l'État représentée par le ministère des finances, comme c'est le cas en Allemagne et en Autriche. Il implique en général des fonctions support (ressources humaines, informatique) pleinement autonomes au niveau de l'agence ;
- un second modèle est celui d'une insertion au sein du ministère chargé des finances sans personnalité juridique propre. En plus de l'AFT, on retrouve ce modèle au Royaume-Uni, en Italie ou aux Pays-Bas.

2 - Une organisation habituelle pour un émetteur, une taille restée modeste

L'organisation de l'AFT, résumée dans le schéma ci-dessous, est structurée de la même façon que la majorité des autres participants de marché.

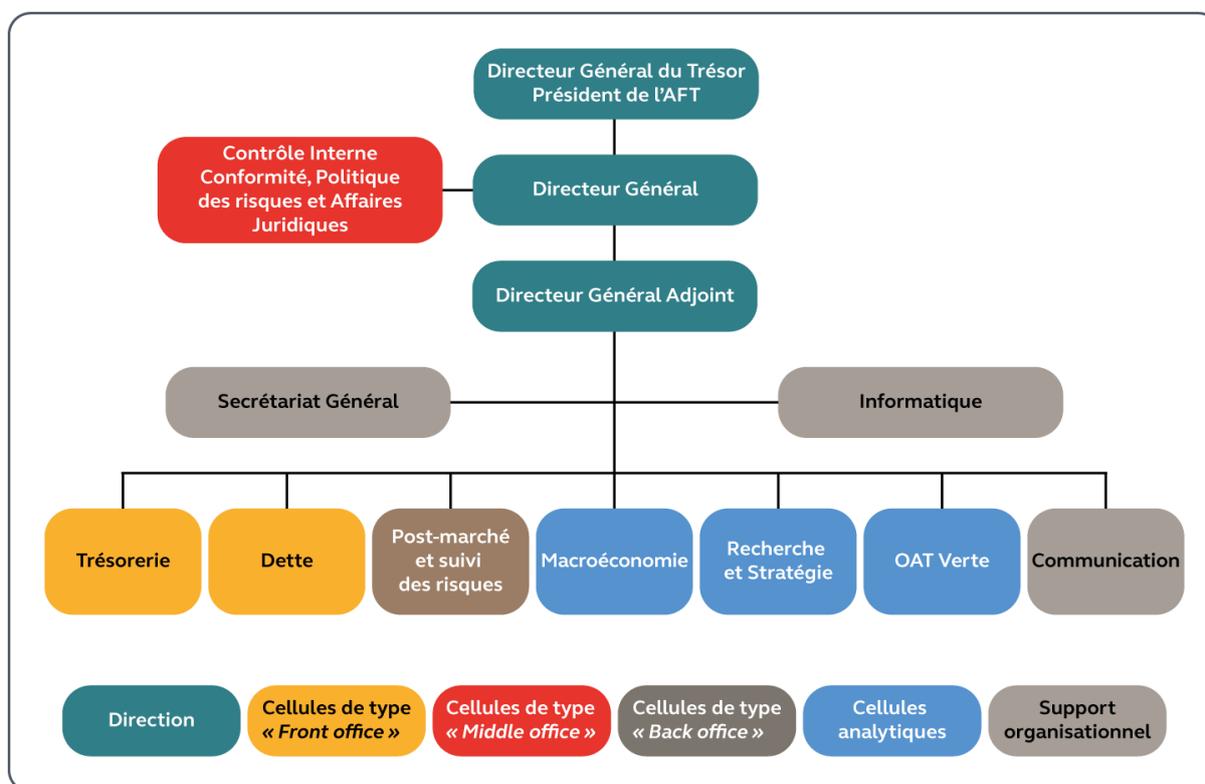
Des cellules en contact avec le marché (« *front office* ») sont différenciées entre les opérations de trésorerie (cellule trésorerie) et les émissions de dette à tous les horizons (cellule dette).

Les risques que portent ces deux cellules sont contrôlés par d'autres cellules, garantissant un regard différent et un recul complémentaire. L'ensemble de ces contrôles relèvent de ce qui est communément appelé le « *middle office* » :

- le pôle contrôle interne s'occupe de la maîtrise des processus liés aux opérations de marché. Il établit le cadre général d'activité et la cartographie des risques.
- la cellule post-marché et suivi des risques se focalise sur les risques de crédit, de contrepartie et de règlement ainsi que sur la gestion des appels de marge. Elle est également responsable de la partie dite « *back office* » de règlement-livraison des titres et des flux de remboursements de dette ou de paiement de coupons, en lien avec la Banque de France.

Les activités opérationnelles sont guidées et suivies par les cellules analytiques. L'ensemble de l'AFT bénéficie du soutien des cellules informatique et communication ainsi que d'un secrétariat général spécifique à l'agence.

Schéma n° 1 : organisation de l'AFT



Source : AFT, Cour des comptes

Depuis 2017, dans le cadre d'une convention de mandat entre l'AFT et la Cades, l'État s'est vu confier, pour le compte de cette dernière, la responsabilité des activités de financement et la gestion du service de la dette sociale. Cette intégration opérationnelle des équipes de la Cades au sein de l'AFT est détaillée dans la quatrième partie du rapport.

Les effectifs de l'AFT sont composés, à fin 2021, de 48 personnes, dont 41 personnes au titre de sa compétence de gestionnaire de la dette de l'État et 7 personnes relevant de la convention de mandat avec la Cades²⁷. Sur les 48 personnes, on compte 28 fonctionnaires et 19 contractuels de droit public (incluant les personnes mises à disposition de la Cades) mais il n'y a pas de contractuel de droit privé. Un recrutement était en cours pour une intégration début 2022.

Du fait de son intégration au ministère de l'économie, des finances et de la relance, l'AFT ne dispose pas de l'autonomie financière. Le programme 305 – *Stratégie économique et fiscale* porte les moyens de fonctionnement de la direction générale du Trésor et de la direction de la législation fiscale, à l'exclusion des dépenses de fonctionnement courant de l'administration centrale qui sont regroupées sur le programme 218 – *Conduite et pilotage des politiques économiques et financières*. D'après le rapport annuel de performance (RAP) 2020, le budget de fonctionnement de l'AFT porté par le programme 305 est de 441 000 € par an, celui des moyens informatiques relevant du programme 218 est de 379 000 €. Le montant des moyens

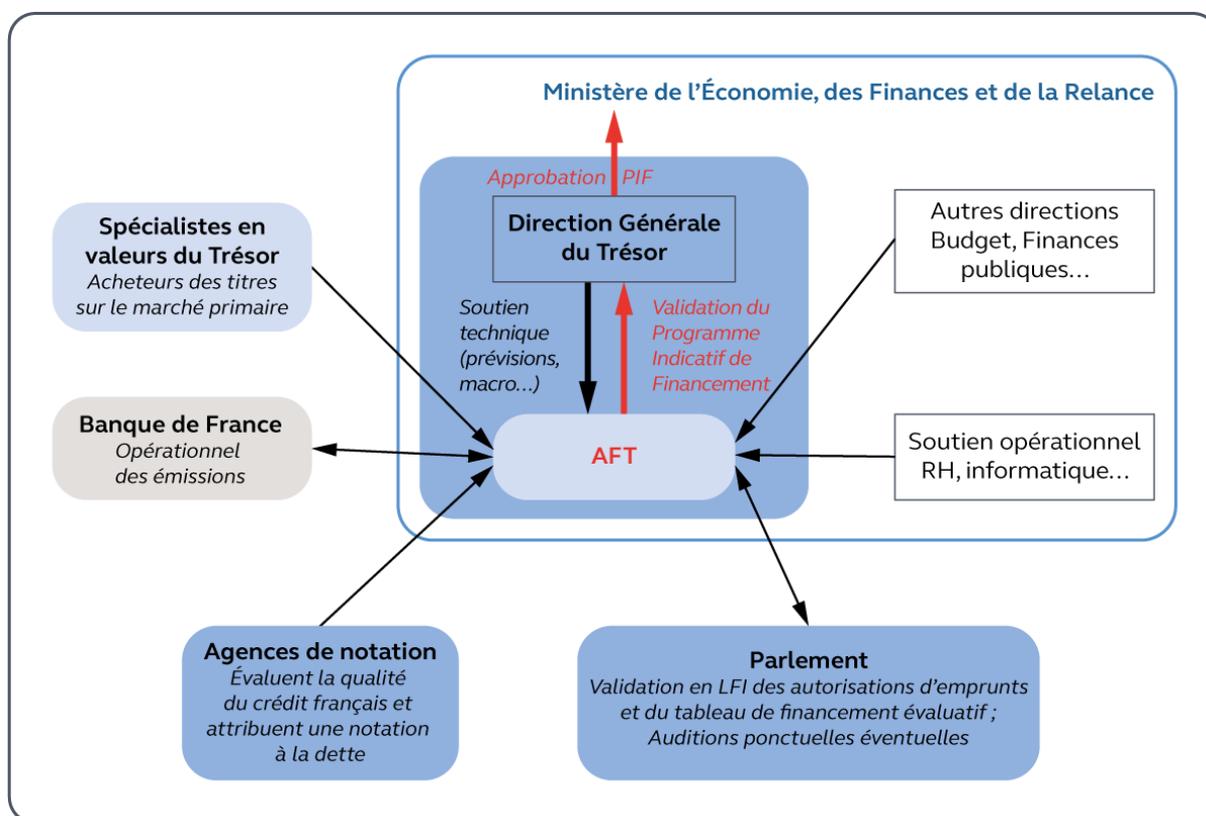
²⁷ Grâce à une convention-cadre de mise à disposition et conventions individuelles, six des sept personnes de la Cades sont mises à disposition de l'AFT, une seule, la secrétaire générale, est restée directement salariée de la Cades.

informatiques est à mettre en lien avec le coût des logiciels de marché (Bloomberg, Murex) indispensables aux activités de l'AFT. Hors Cades, la masse salariale de l'AFT pour 2020 atteint 4,03 M€ dont 2,72 M€ pour les 28,66 équivalents temps pleins travaillés (ETPT) fonctionnaires et 1,31 M€ pour les 14,58 ETPT contractuels²⁸. Le coût moyen d'un ETPT fonctionnaire est de 95 000 € et celui d'un ETPT contractuel est de 89 600 €.

3 - Un positionnement orienté vers les acteurs de marché

Pour remplir ses missions, l'AFT agit en relation étroite avec de nombreux acteurs comme le montre le schéma suivant.

Schéma n° 2 : cadre institutionnel et fonctionnel de l'AFT



Source : Cour des comptes

L'AFT interagit avec la Banque de France dans le cadre d'une convention, actualisée le 18 juillet 2017. En plus de centraliser l'ensemble des flux financiers de l'État sur le compte du Trésor, la Banque de France est en première ligne dans l'organisation pratique des séances d'adjudication de valeurs du Trésor ainsi que du contrôle du processus de règlement-livraison des titres adjudgés.

²⁸ Pour rappel, les ETPT sont des ETP en année pleine. Le chiffre des ETPT tient compte des départs et arrivées en cours d'année et diffère donc légèrement des ETP mentionnés *supra*.

Dans sa relation avec les marchés, l'AFT s'appuie largement sur des banques spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) choisies tous les trois ans qui jouent un rôle pivot dans l'émission de titres sur le marché primaire.

B - Les spécialistes en valeurs du Trésor, un groupe de banques sélectionnées pour acheter la dette sur le marché d'émission,

1 - Des partenaires essentiels de l'agence

Le statut de spécialistes en valeurs du trésor (SVT) regroupe les banques qui achètent la totalité des titres émis sur le marché primaire (marché d'émission) et sont en parallèle responsables de la tenue du marché secondaire de la dette française²⁹. Au nombre de 15³⁰, les SVT sont sélectionnés tous les trois ans par l'agence. Le système de SVT a été mis en place en 1987 et est actuellement le système le plus largement répandu parmi les modèles de distribution de la dette souveraine des pays développés.

Les SVT participent aux deux types d'opérations réalisés par l'AFT que sont les adjudications « au prix demandé » et les syndications, plus rares, car elles concernent des titres spécifiques (à maturité longue, innovants, etc.) et dépendent des conditions de marché. En cas de syndication l'agence travaille avec un groupe de banques, les chefs de file du syndicat³¹, à la définition d'un prix d'émission pour le titre à émettre et recueille ensuite les intérêts des investisseurs (en volume), qu'elle sert de façon discrétionnaire.

Les droits et devoirs des SVT sont détaillés dans la charte SVT et ses annexes. Ils ont des obligations en matière de soutien des marchés primaire et secondaire de la dette française comme la participation à toutes les adjudications, sauf cas de force majeure, l'attribution d'un minimum de 2 % des volumes aux adjudications³² et une part de marché attendue sur le marché secondaire de 2 % pour garantir un effort suffisant de tenue de marché. Ces données sont mesurées *via* des rapports mensuels fournis par les SVT à l'AFT. Les SVT ont aussi une obligation de conseil vis-à-vis de l'AFT. Ces différents critères sont notés par l'AFT et conduisent à un classement annuel des meilleurs SVT. Le caractère contraignant et continu de ces obligations, leur évaluation permanente, tant quantitative que qualitative, et enfin leur intégration comme critères dans le classement annuel permettent à l'AFT d'encadrer l'activité des spécialistes en valeurs du Trésor.

²⁹ Les teneurs de marché sont des opérateurs qui s'engagent à fournir une cotation, c'est-à-dire un prix de vente ou un prix d'achat pour un titre souverain français, dès qu'ils sont contactés et ce, quel que soit l'état du marché.

³⁰ BofA Securities, Barclays bank, BNP Paribas, Crédit Agricole - CIB, Citigroup, Commerzbank, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC Continental Europe, JP Morgan, Morgan Stanley, Natixis, NatWest Markets, Nomura, Société Générale.

³¹ Le syndicat comprend tous les SVT.

³² Plus précisément, une attribution minimale de 2% du volume aux adjudications des quatre types de titres (BTF, OAT de moyen terme, OAT de long terme, OAT indexées) ou 2 % des volumes adjugés dans trois des quatre types d'adjudication (hors offres non compétitives) et une moyenne arithmétique des quatre taux de participation précités d'au moins 3%.

Enfin, l'agence peut réagir concrètement aux décisions de sanction prises par l'autorité des marchés financiers (AMF) en cas de comportement inadéquat d'un SVT, comme cela a été le cas pour Morgan Stanley en 2020.

La suspension temporaire du statut de SVT de Morgan Stanley

Dans une décision du 4 décembre 2019, la Commission des sanctions de l'AMF a infligé une sanction de 20 M€ à Morgan Stanley, pour avoir, le 16 juin 2015, manipulé le cours de 14 obligations assimilables du Trésor françaises, de 8 obligations belges et du cours d'un contrat à terme sur OAT. En qualité d'opérateur économique ne disposant pas de moyens d'enquête ou d'investigation, l'AFT a pu constater, une fois les faits établis par le régulateur, que cet établissement méconnaissait également la charte SVT. De plus, Morgan Stanley avait omis, contrairement aux engagements de la charte, d'informer l'AFT de l'existence d'une procédure à son encontre. L'AFT a mis en œuvre la procédure prévue par la charte en cas de manquement, en suspendant le statut de SVT de Morgan Stanley pendant 3 mois à partir du 3 août 2020. Ce statut a été rétabli le 3 novembre 2020 sous certaines conditions d'audit et de suivi.

Le statut de SVT n'est ainsi pas acquis de manière permanente et la bonne exécution du mandat fait l'objet d'un contrôle continu (à travers la notation des performances et leur publication) ainsi que d'un réexamen complet tous les trois ans lors du processus de sélection.

2 - Depuis 2000, une baisse du nombre de SVT

En 2000, l'AFT comptait 22 SVT, soit le nombre le plus élevé historiquement. Ce nombre a depuis décliné pour atteindre son niveau actuel de 15 SVT. Plusieurs raisons permettent d'expliquer cette dynamique. La première est la concentration progressive du secteur bancaire qui a largement participé à cette diminution³³. La seconde est que les tentatives d'entrée sur le marché de nouveaux acteurs, au début des années 2010, n'ont pour la plupart pas abouti, faute d'atteindre l'envergure suffisante sur le marché des valeurs du Trésor nécessaire à la viabilité de l'activité. Le secteur bancaire devait par ailleurs à ce moment-là absorber le coût associé à la mise en place des nouvelles réglementations post-crise financière. Ainsi, Royal Bank of Canada, Scotiabank et Santander, toutes trois primo-accédantes au statut de SVT, ont finalement abandonné celui-ci respectivement en 2013, 2016 et 2017. Enfin, la réorientation stratégique des banques suisses, qui ont souhaité abandonner un modèle de banque universelle, a conduit à l'abandon leur activité de SVT en zone euro (départ de Crédit Suisse en 2015 puis d'UBS en 2018).

À l'exception de l'Allemagne, les pays ayant une taille de marché de dette supérieure ou égale à celle de la France (Italie, Royaume-Uni, Espagne) ont un nombre de SVT proche : l'Italie en compte 16, le Royaume-Uni 18 et l'Espagne 19.

Des SVT nombreux et de taille suffisante sont nécessaires pour une bonne absorption de volumes de dette élevés, dans le respect des ratios prudentiels réglementaires auxquels sont soumises les banques, pour maintenir une émulation entre acteurs et pour assurer un marché de la dette actif.

³³ Fusions du Crédit Agricole et du Crédit Lyonnais, d'Ixix CIB et de Natixis Banques populaires, d'ABN Amro et Royal Bank of Scotland, de Bank of America et de Merrill Lynch, absorption des activités de Lehman Brothers par Nomura.

3 - Un groupe de SVT récemment reconduit

L'AFT a annoncé le 20 septembre 2021 le lancement du processus de sélection du groupe des établissements SVT pour les années 2022 à 2024. Les établissements retenus ont été sélectionnés, par décision du ministre de l'économie, des finances et de la relance, sur proposition du directeur général du Trésor, après avis d'un comité de sélection comportant sept membres dont deux parlementaires³⁴. Le 13 décembre 2021, l'AFT a annoncé les résultats de ce processus de sélection. Le groupe des 15 SVT de la période 2019-2021 a été reconduit à l'identique pour 2022 à 2024.

Ce renouvellement s'est accompagné d'une modification de la charte régissant les relations de l'agence avec les SVT ; elle a notamment été fortement enrichie d'éléments relatifs aux cas de manquement et de règlement des litiges à la suite des difficultés rencontrées avec Morgan Stanley. Avant ces dernières modifications, la charte précisait déjà qu'en cas de manquements une suspension ou une radiation du statut de SVT pouvaient être envisagées et que ces sanctions seraient rendues publiques.

4 - Un équilibre de la relation continuellement ajusté

Le marché de la dette souveraine française est attractif. Être SVT peut être perçu comme un passage obligé, en termes d'image, pour les principales banques françaises et, étant donné l'importance du marché de dette français, pour toute banque souhaitant s'afficher comme un acteur majeur des activités de taux.

De plus, accompagner l'AFT dans une syndication d'un produit innovant (OAT Verte) ou présentant des spécificités (maturité très longue, indexation) permet au SVT de se positionner comme expert sur ce segment de marché, pour pouvoir ensuite accompagner d'autres opérations du même type avec d'autres émetteurs (émetteurs publics supranationaux, entreprises).

Au sein des établissements bancaires, notamment internationaux, l'équilibre économique de l'activité de SVT fait toutefois l'objet d'interrogations régulières et reste un critère important de maintien ou non de cette activité.

En effet, leur participation aux adjudications occasionne pour les SVT un coût. Pour soumissionner avec succès aux adjudications, ces établissements peuvent être conduits à proposer un prix plus élevé que le prix de marché afin de s'assurer une bonne place dans le classement annuel des SVT, lui-même utilisé comme référence pour le choix des banques principales pour les syndications³⁵. L'ensemble des SVT bénéficie de commissions à l'occasion d'une syndication, mais celles des chefs de file du syndicat est supérieure à celles, très limitée, des autres SVT.

³⁴ Présidé par M. Jean-Claude Trichet, gouverneur honoraire de la Banque de France et ancien président de la Banque centrale européenne, le comité comprenait également des personnes issues de la Banque de France, de l'Autorité des marchés financiers et de l'Inspection générale des Finances. Les membres de la représentation nationale sont Mme Bénédicte Peyrol, députée, et M. Jérôme Bascher, sénateur.

³⁵ Pour chaque syndication, quatre ou cinq banques sont choisies par l'AFT parmi les SVT pour centraliser les demandes des clients finaux. On appelle cette équipe les chefs de file du syndicat.

La présence continue des 15 banques dans l'équipe des SVT montre que cette activité est bénéfique aux banques.

C - Des pratiques bien rôdées

Les procédures suivies par l'AFT en matière d'émissions reflètent par leur stabilité les principes de régularité, de transparence et de prévisibilité. L'élaboration puis la mise en œuvre du programme annuel de financement sont au cœur de ces processus, dans le respect du cadre juridique.

Le cadre juridique des émissions de dette de l'État

1- Les autorisations d'emprunts

La loi organique relative aux lois de finances (Lolf) du 1^{er} août 2001 fixe le cadre juridique des émissions de dette de l'État. L'émission, la conversion et la gestion des emprunts sont effectuées conformément aux autorisations annuelles générales ou particulières données par la loi de finances de l'année (Lolf, article 26)³⁶. Les autorisations relatives aux emprunts et à la trésorerie de l'État doivent figurer dans la première partie de la loi de finances de l'année (Lolf, 8^o de l'article 34).

En général, ces dispositions figurent dans l'article d'équilibre de la loi de finances, qui autorise le ministre des finances à procéder à des emprunts à long, moyen et court termes dans des conditions fixées par décret. Ce décret, publié en général dès l'adoption de la loi de finances initiale, indique usuellement que les caractéristiques des titres émis sont définies par arrêté du ministre des finances et que l'AFT publie chaque mois les opérations effectuées en précisant les montants nominaux, les dates d'échéance et de paiement des coupons, les taux d'intérêt et les caractéristiques techniques.

La loi de finances doit fixer le plafond de variation nette, appréciée en fin d'année, de la dette négociable de l'État d'une durée supérieure à un an (Lolf, 9^o de l'article 34). À titre d'exemple, la LFI pour 2021 a fixé ce plafond à 142,5 Md€.

2- Le tableau de financement évaluatif

Les ressources et les charges de trésorerie font partie, au côté des ressources et des charges budgétaires, des ressources et charges de l'État (Lolf, article 2)³⁷.

La première partie de la loi de finances de l'année doit évaluer ces ressources et charges de trésorerie et les présenter sous la forme d'un tableau de financement montrant la réalisation de l'équilibre financier (Lolf, 8^o de l'article 34).

Les charges de financement comprennent notamment l'amortissement de la dette à moyen et long termes et le déficit à financer. Les ressources de financement comprennent notamment les émissions de dette à moyen et long termes nettes des rachats et la variation nette de l'encours des titres à court terme.

³⁶ L'article 26 de la Lolf précise que, sauf disposition expresse d'une loi de finances, les emprunts émis par l'État sont libellés en euros.

³⁷ Les ressources et les charges de trésorerie comprennent le mouvement des disponibilités, l'escompte et l'encaissement des effets de toute nature, la gestion des fonds déposés par les correspondants et l'émission, la conversion, la gestion et le remboursement des emprunts et autres dettes de l'État.

3- L'exécution

Les lois de finances rectificatives peuvent présenter une évaluation révisée du tableau de financement et adopter un plafond révisé de variation nette de l'encours de dette.

La loi de règlement arrête le montant définitif des recettes et des charges de trésorerie, présenté dans un tableau de financement (LOLF, article 37).

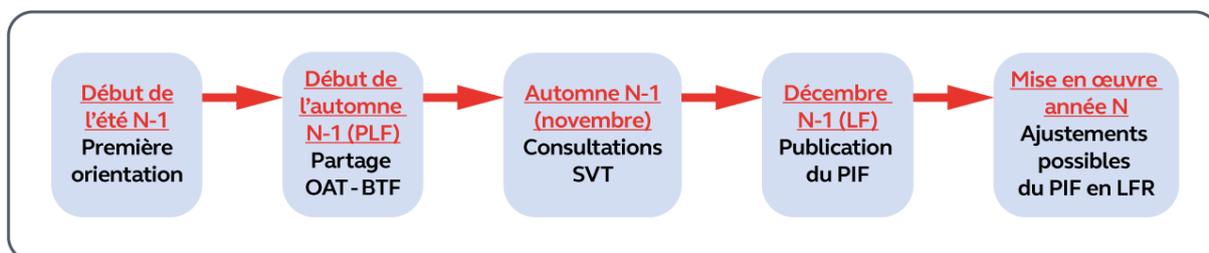
La loi organique relative à la modernisation de la gestion des finances publiques de décembre 2021³⁸ n'a pas modifié le cadre de la gestion de la dette de l'État.

1 - La conception du programme indicatif de financement

Le programme indicatif de financement (PIF), publié en décembre de l'année N-1³⁹, présente le montant prévu d'émissions OAT, ce qui correspond à l'émission de dette à moyen et long termes (dont l'échéance est de plus de 1 an), les caractéristiques des nouvelles lignes de titres qui seront introduites et le montant prévu de variation des titres de dette de court terme, les bons du Trésor à taux fixe (BTF).

Le programme indicatif de financement pour l'année N est préparé par étape dans la seconde moitié de l'année N-1.

Schéma n° 3 : étapes de l'établissement du programme indicatif de financement



Source : Cour des comptes

Au début de l'été, un premier cadrage s'appuyant sur l'évolution pluriannuelle prévisible des besoins de financement compte tenu de la trajectoire du déficit de l'État fournit une première orientation sur la ligne de partage entre programme d'émission monétaire (les BTF) et programme obligataire (les OAT). Cette ligne de partage est effectivement fixée au début de l'automne lors de la présentation du projet de loi de finances et figure en loi de finances, dans l'article d'équilibre qui retrace le tableau de financement de l'État.

L'AFT cherche à lisser le programme d'émissions d'OAT dans le temps. Le programme monétaire est considéré comme un complément qui a vocation à varier soit pour absorber l'effet d'un choc temporaire ne remettant pas en cause le niveau durable des besoins de financement, soit, dans le cas d'une évolution considérée comme durable du besoin de financement, pour faciliter l'ajustement graduel des émissions d'OAT afin d'acclimater le marché.

³⁸ Loi organique n° 2021-1836 du 28 décembre 2021 relative à la modernisation de la gestion des finances publiques.

³⁹ Le programme indicatif de financement pour 2022 a ainsi été publié le 8 décembre 2021.

Au-delà du partage entre OAT et BTF, la préparation plus fine du programme indicatif de financement se tient au milieu et à la fin de l'automne. Le programme indicatif de financement indique en particulier les introductions prévues de nouveaux titres, sans que soient précisément arrêtés à ce stade le calendrier de mise sur le marché ni les volumes correspondant.

La construction du programme indicatif de financement s'appuie notamment sur une consultation des besoins du marché s'agissant des produits recherchés, en particulier la création de nouveaux titres de référence. Chaque SVT formule ainsi ses recommandations concernant le programme de l'année qui suit, s'agissant des nouvelles lignes de titres à créer ou de la répartition du programme de financement entre les différentes maturités.

L'AFT élabore le programme indicatif de financement en tenant compte de ces informations et d'autres considérations, tel que l'encours des titres existants. Ainsi, la décision de créer un nouveau titre de référence à 30 ans dans le programme indicatif de financement 2020 alors qu'un titre à 30 ans avait déjà été introduit en 2019, s'explique notamment par l'encours de ce dernier qui avait atteint 25 Md€ dès novembre 2019, montant suffisant pour en assurer la liquidité.

In fine, le programme indicatif de financement est validé par le directeur général du Trésor et soumis à l'approbation du ministre, puis publié.

2 - La mise en œuvre du programme de financement

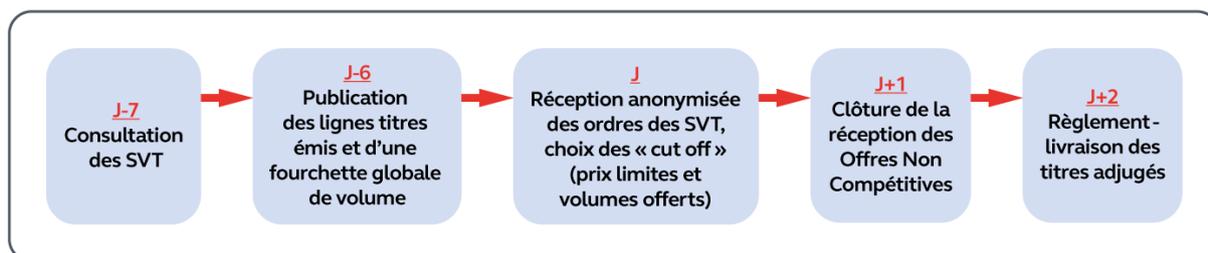
Le principal vecteur de mise en œuvre du programme de financement est celui des adjudications « au prix demandé » qui constituent depuis 1985 la voie privilégiée d'émission des valeurs du Trésor. Leur calendrier est reconduit d'une année sur l'autre avec une grande régularité et n'a quasiment pas été modifié sur les dix dernières années.

Les adjudications d'OAT de long terme (au-delà de 8,5 ans) sont organisées chaque premier jeudi du mois. Elles alternent avec les adjudications d'OAT de moyen terme (2 à 8 ans) et de titres indexés (OATi ou OAT€i) qui se déroulent chaque troisième jeudi du mois. Jusqu'en 2019, une seule adjudication était d'ordinaire réalisée aux mois d'août et de décembre compte tenu de la moindre activité des marchés à ces périodes. La possibilité d'organiser une adjudication supplémentaire sur l'un ou les deux de ces mois offre une souplesse, qui a été utilisée en août 2020 et en août 2021, en raison de la hausse des volumes émis du fait de la crise. Par ailleurs, les adjudications de titres sur le segment monétaire (BTF) sont opérées tous les lundis, selon une fréquence hebdomadaire.

En année ordinaire le programme d'émissions est avancé de plus de moitié à fin juin. Cela reflète le nombre inférieur d'adjudications au second semestre à cause des mois d'août et décembre, pendant lesquels la liquidité de marché est plus faible, mais aussi un objectif de sécurisation du programme par émission de volumes un peu plus élevés en début d'année. Le bon avancement du programme permet aussi de procéder à des opérations de rachats visant à lisser le profil d'échéances les années suivantes.

Les adjudications elles-mêmes suivent aussi une séquence opératoire bien définie.

Schéma n° 4 : étapes d'une adjudication d'OAT



Source : Cour des comptes

Le jeudi précédant l'opération, l'agence recueille les recommandations d'émissions de chaque SVT. La cellule dette effectue une synthèse de celles-ci et envoie à la direction générale une recommandation pour le choix des titres à émettre et leurs montants.

Le lendemain, l'AFT publie les lignes de titres sélectionnées et une fourchette de volume globale, sans donner d'indication de volume par ligne de titre. Les montants de création de nouveaux titres et d'abondement de titres existants sont guidés par les recommandations des SVT mais tiennent compte des niveaux d'encours déjà atteints.

Lors de l'adjudication, la Banque de France collecte les soumissions des différents SVT et envoie à l'AFT ces soumissions anonymisées pour chaque ligne de titre émis⁴⁰. Celle-ci décide du prix limite et du volume attribué pour chaque titre. Les SVT sont servis dans la mesure où leurs demandes excèdent le prix limite⁴¹ et, lorsque cette demande est au prix limite, à proportion du volume offert et des demandes des autres SVT. Après la clôture de l'opération (« cut-off ») et la publication des résultats sur les canaux d'information de marché (Bloomberg, Reuters), les noms des différents SVT associés à leurs ordres sont transmis par la Banque de France à l'AFT.

Un compte-rendu de l'opération est adressé au directeur général du Trésor en fin de journée.

La pratique correspond bien aux principes affichés. Certains indicateurs opérationnels attestent de la qualité des émissions (taux de couverture moyen toujours supérieur à 2 par exemple⁴²) et plus largement du bon fonctionnement du marché de la dette française (écarts faibles entre prix à l'achat et prix à la vente des titres, témoignant d'un marché liquide où l'offre et la demande se rencontrent facilement).

En dehors des adjudications, l'AFT peut émettre des titres sur le marché primaire à travers des syndications. Contrairement aux adjudications, le calendrier des syndications est à la discrétion de l'AFT. Il est plus ouvert et arrêté selon des considérations d'opportunité, prenant

⁴⁰ Cette procédure assure que le choix du prix limite et du volume n'est pas influencé par la connaissance des SVT demandeurs.

⁴¹ Le prix est alors celui offert par le SVT, et non le prix limite (adjudication « au prix demandé »).

⁴² Le taux de couverture moyen est un des indicateurs de performance de l'objectif du programme 117 « couvrir le programme d'émission dans les meilleures conditions d'efficacité et de sécurité ». Supérieur à 2 pour les OAT, il a toujours été au-dessus de l'objectif de 1,5. Le deuxième indicateur est le nombre d'adjudications non couvertes qui a toujours été de zéro.

en compte les vues des SVT et l'existence d'opérations similaires menées par des agences étrangères ou d'autres facteurs influant sur la demande des investisseurs.

II - Avec la crise sanitaire, une forte augmentation des besoins de financement mais des charges d'intérêt en baisse

A - Des émissions orientées à la hausse durant la décennie 2010

Le besoin de financement de l'État s'est situé à un niveau de 109 Md€ en moyenne entre 2001 et 2007. Après avoir augmenté au cours de la crise financière pour atteindre 246 Md€ en 2009, il s'est ensuite établi en moyenne à 191 Md€ au cours de la période 2010-2019. Le besoin de financement a fortement augmenté en 2020 pour atteindre 309,6 Md€. Il s'établirait à 321 Md€ en 2021 selon la deuxième loi de finances rectificative (LFR 2) pour 2021. Le déficit budgétaire ayant été en définitive plus faible qu'attendu au moment de la LFR 2, ce besoin de financement devrait au final s'inscrire en dessous de 300 Md€ en 2021.

Par ailleurs, pour limiter les risques de refinancement et lisser le profil des besoins de financement, l'AFT procède chaque année à des rachats de dette lorsque les conditions de marché le permettent (voir encadré).

Les rachats de dette par l'AFT

Chaque année, lorsque les conditions de marché le permettent, l'AFT procède à des rachats de sa dette pour la partie qui arrive à maturité les deux années suivantes. Par exemple, en 2020, l'AFT a racheté pour près de 30 Md€, dont 7 Md€ avec échéance 2022 et 23 Md€ à échéance 2021. En 2019, le montant de ces rachats était de 45 Md€ et il devrait atteindre près de 23 Md€ en 2021.

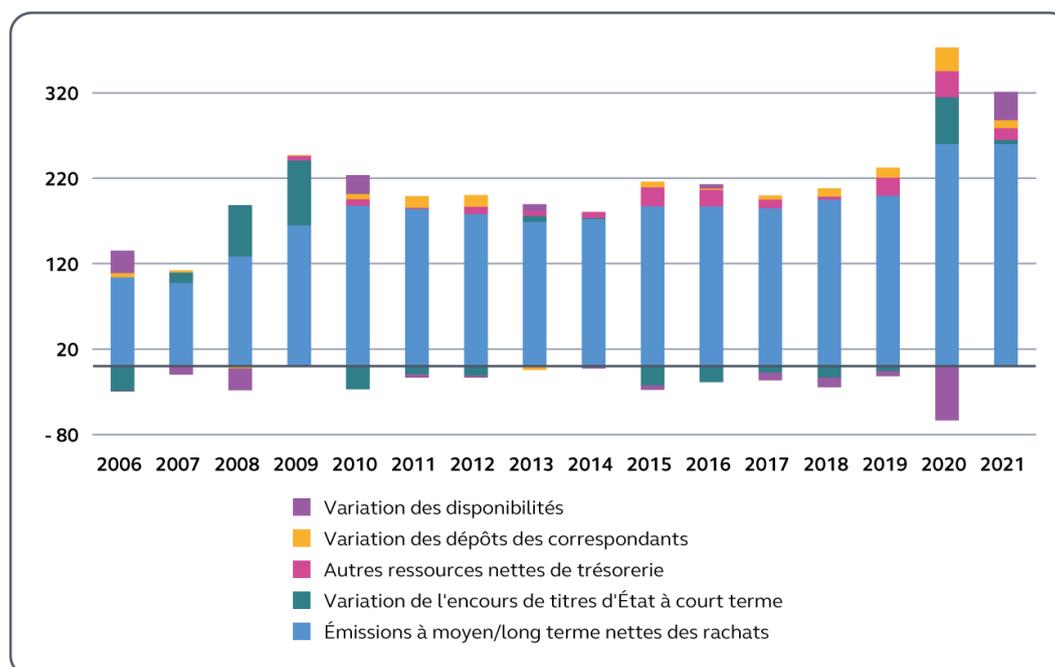
Ce faisant, l'agence lisse le profil des « tombées de dette », c'est-à-dire le montant de dette qui arrive à maturité chaque année et qui doit être refinancé. Ainsi pour l'année 2021, 156 Md€ de dette aurait dû arriver à échéance mais avec les rachats effectués en 2019, pour 15 Md€, et en 2020, pour près de 23 Md€, le montant de dette arrivant à échéance et qu'il fallait refinancer s'est finalement élevé à 118 Md€. Sur les dix dernières années, les rachats de dette par l'AFT ont permis en moyenne de diminuer de 30 Md€ le montant de dette à amortir.

La poursuite de cette stratégie de rachat est d'autant plus importante que le montant de dette à amortir les prochaines années va augmenter. Ainsi, alors qu'en 2019 la dette à amortir (avant rachat) était de 156 Md€, ce montant, estimé à fin 2021, serait de près de 180 Md€ pour 2026.

Les ressources de financement proviennent principalement des émissions nouvelles de dette à moyen et long termes nettes des rachats (260 Md€ en 2020 et 2021). Les émissions de titres à court terme ont notamment permis de financer les surcroûts de déficit budgétaire, comme lors de la crise financière de 2008-2009 et au cours de l'année 2020 où elles ont augmenté de plus de 50 Md€. En 2020, les ressources de financement ont aussi bénéficié d'une forte augmentation des dépôts des correspondants du Trésor (+ 27,8 Md€) ainsi que de primes et décotes conséquentes (30 Md€) qui ont entraîné une forte augmentation de la trésorerie de l'État (plus de 60 Md€).

Selon la LFR 2 pour 2021, la consommation d'une partie de cette trésorerie accumulée en 2020 devait contribuer pour plus de 30 Md€ aux ressources de financement de l'État en 2021. Le déficit budgétaire étant moins élevé qu'attendu, cette prévision pourrait être revue.

Graphique n° 11 : ressources de financement de l'État (en Md€)



Source : Agence France Trésor ; données pour 2021 : 2^{ème} projet de loi de finances rectificative pour 2021. La catégorie « autres ressources nettes de trésorerie » comprend notamment les primes et décotes.

B - Une forte adaptation du programme d'émission en 2020

Face à la crise sanitaire et à l'aggravation du déficit budgétaire qu'elle a entraînée, l'AFT a dû modifier fortement son programme de financement dans le courant de l'année 2020. La loi de finances initiale (LFI) prévoyait un montant d'émissions de dette à moyen et long termes nettes des rachats de 205 Md€. Il a été porté à 260 Md€ dans la LFR 3 de juillet 2020. Le surcroît de besoin de financement a également été assuré par une forte émission de titres d'État de court terme : leur encours a augmenté de 54,7 Md€ (contre une hausse de 10 Md€ envisagée en LFI).

En 2020, près de 55 % de ce besoin de financement a découlé de la nécessité de financer le déficit courant, le solde s'explique par le remboursement de titres arrivés à échéance. Cette situation est sensiblement différente de celle de 2019 où le besoin de financement découlait de la nécessité de financer le déficit à hauteur de seulement 40 %.

Les émissions ont été particulièrement soutenues durant la première partie de l'année 2020, notamment pour faire face à l'augmentation des besoins de financement prévue dans les LFR 2 et 3 présentées au printemps et à l'été 2020. Au total, 66 % des émissions ont été réalisées durant les sept premiers mois de l'année. Face à des besoins de financement très importants, l'AFT a augmenté, à partir du mois d'avril, les quantités de titres émis par rapport à 2019,

émittant par exemple plus de 30 Md€ de titres au cours des mois de juin et juillet. Elle a aussi émis un montant important de titres au mois d'août (19,5 Md€ contre 7,5 Md€ en août 2019) alors que la liquidité de marché est faible à cette période. Le rythme des adjudications n'ayant pas changé dans un souci de prévisibilité, l'augmentation des émissions s'est faite par une hausse des volumes émis à chaque opération, atteignant 7 à 10 Md€ entre mai et août 2020 sans entraîner de difficultés particulières.

L'augmentation du besoin de financement en 2020 résulte principalement de la révision du déficit budgétaire en lien avec la crise sanitaire. Il a atteint 178 Md€ alors qu'il était attendu à 93 Md€ en LFI. Le Gouvernement a décidé d'identifier ce surplus de déficit entre l'exécution et la loi de finances initiale en 2020, mais également en 2021, comme étant la dette de l'État liée à la crise de la covid 19. La loi de finances pour 2022 prévoit un dispositif de fléchage de recettes pour en assurer un amortissement progressif. Ce dispositif, qui est sans effet sur le volume et l'évolution de la dette, répond, selon le Gouvernement, à un objectif pédagogique.

L'identification de la « dette covid » de l'État dans le PLF pour 2022

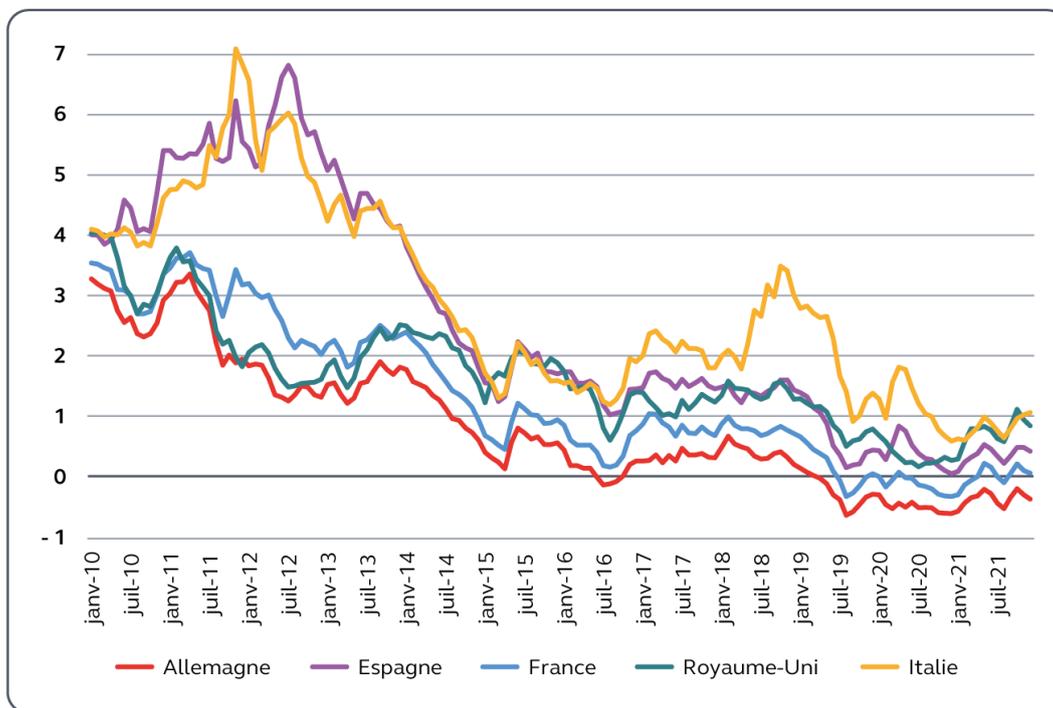
La loi de finances pour 2022 a créé un programme budgétaire 369 – *Amortissement de la dette liée à la covid 19*, relevant de la mission *Engagements financiers de l'État*. La création d'un programme *ad hoc* a pour objectif de retracer de manière distincte, dans les comptes publics, l'amortissement progressif du surcroît de dette de l'État imputable à la crise sanitaire.

Selon l'estimation du Gouvernement, la « dette covid » pour l'État s'élève à 165 Md€. Cette dette correspond au surcroît de déficit de l'État en 2020 et en 2021 par rapport à la trajectoire prévue avant-crise. Selon la loi de finances initiale pour 2022, une partie de la hausse des recettes fiscales provenant de la croissance sera affectée à l'amortissement spécifique de cette dette : 165 Md€ d'autorisations d'engagement et 1,9 Md€ de crédits de paiement sont ainsi inscrits dans le projet de loi de finances pour 2022 dans la mission *Engagements financiers de l'État*. Par la suite, une convention sera conclue entre l'État et la Caisse de la dette publique⁴³ (CDP) pour mettre en œuvre les amortissements sur un horizon d'une vingtaine d'années.

C - Des taux d'intérêt en baisse sur la dernière décennie, mais une sensibilité accrue aux évolutions de taux

Les taux d'intérêt à 10 ans se sont situés sur une tendance baissière au cours de la dernière décennie en France, comme dans la plupart des principaux pays européens. Si l'Espagne et l'Italie ont vu leur taux augmenter entre 2010 et 2012 (crise des dettes publiques de la zone euro), ils ont diminué fortement depuis.

⁴³ La Caisse de la dette publique (CDP), établissement public à caractère administratif, contribue à élargir les possibilités de gestion de l'AFT en lui permettant d'intervenir sur le marché secondaire de la dette publique. Elle a pour mission de concourir à l'amortissement de la dette publique par l'acquisition de titres en vue de leur annulation ou par la prise en charge de l'amortissement de titres à leur échéance. Cette entité porte également les dettes reprises par l'État, dans une structure distincte de lui. En pratique, la CDP est entièrement gérée par l'AFT.

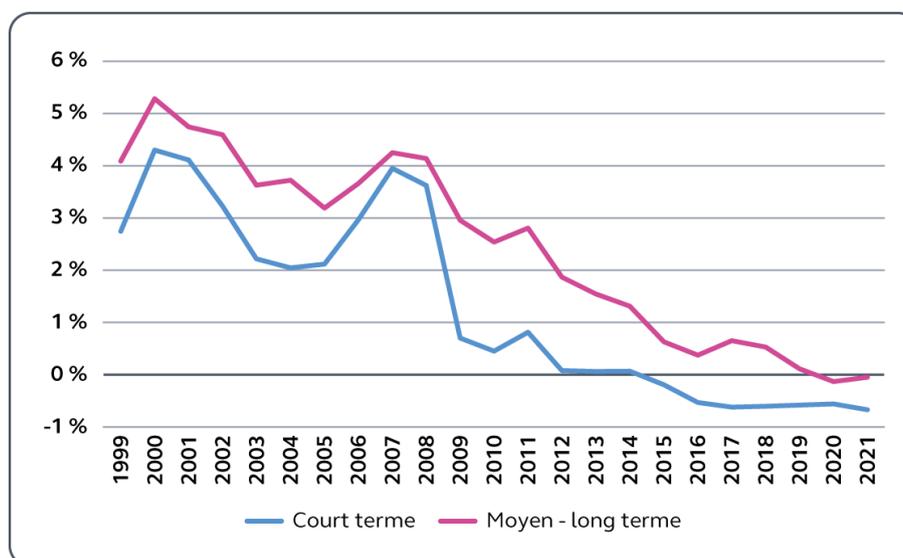
Graphique n° 12 : taux d'intérêt souverains à 10 ans (en %)

Source : BCE, dernier point décembre 2021

Depuis 2010, les conditions d'émission de la dette par l'Agence France Trésor se sont donc nettement améliorées. Le taux moyen à court terme a en effet diminué et est devenu négatif à partir de 2015 sous l'effet de l'évolution de la politique de la BCE. Il s'est situé à près de - 0,56 % en moyenne au cours de la période 2017-2020.

Les émissions à moyen et long termes, qui se réalisaient à un taux proche de 3 % en 2010 ont également vu leurs conditions de réalisation devenir de plus en plus favorables au cours de la décennie. Elles ont été effectuées en 2019 au taux moyen de 0,11 % en moyenne et en 2020 à des conditions encore plus favorables (- 0,13 % en moyenne). Pour 2021, le taux moyen pour les émissions d'OAT à moyen et long termes est négatif (- 0,05 %).

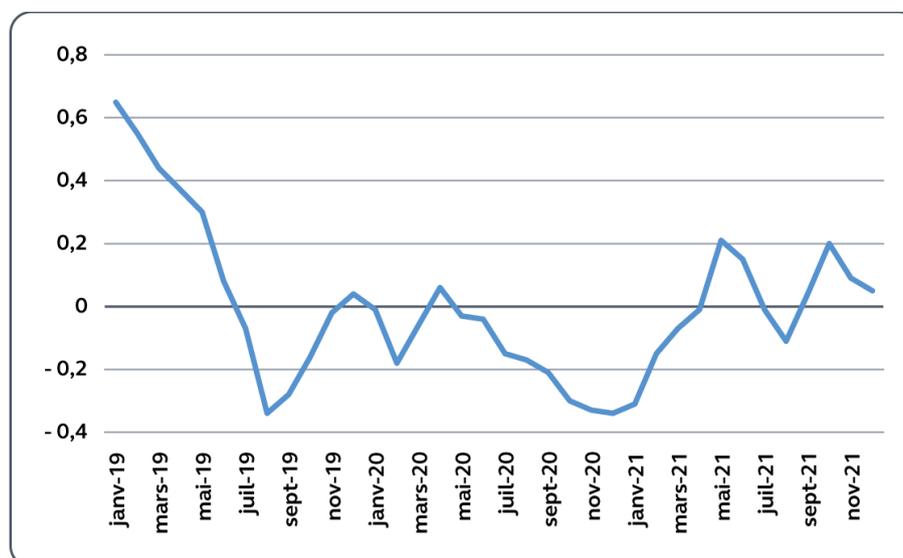
Graphique n° 13 : taux moyen à l'émission



Source : AFT

Cette baisse a même entraîné les taux français à 10 ans en territoire négatif pendant près de deux ans, entre la mi-2019 et le printemps 2021. Depuis l'été 2021, les taux ont connu une certaine volatilité pour atteindre des niveaux légèrement positifs en novembre 2021.

Graphique n° 14 : taux d'intérêt français à 10 ans (en %)



Source : BCE, dernier point décembre 2021

L'écart de taux avec l'Allemagne reste un point de vigilance. Alors qu'il était auparavant quasiment inexistant, il a augmenté au cours de la crise de 2008-2009, puis à nouveau fortement au cours de la crise des dettes publiques en zone euro en 2011 et 2012. Il a ensuite diminué progressivement sous l'effet notamment des mesures de politiques monétaires pour fluctuer autour de 40 points de base entre 2015 et 2021. Au cours de cette période, plusieurs épisodes

de tensions ont pu avoir des répercussions sur ces écarts de taux, au début de la crise sanitaire au printemps 2020 notamment. Ils se sont ensuite réduits avec les annonces puis la mise en œuvre du nouveau programme d'achat de la BCE, pour revenir à la fin de l'année 2020 à un niveau comparable à leur valeur moyenne sur la décennie passée.

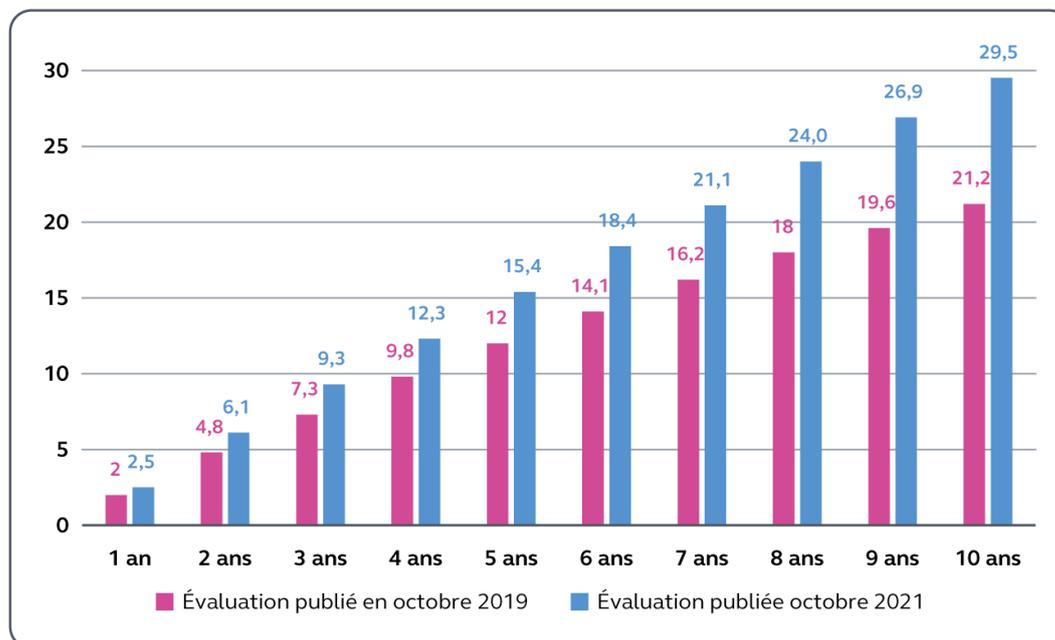
Graphique n° 15 : écart de taux (spread) à dix ans avec l'Allemagne (en points de %)



Source : BCE ; note de lecture : un point de pourcentage correspond à 100 points de base. Dernier point décembre 2021

La forte augmentation de la dette de l'État entre 2008 et 2020 (+ 36 points de PIB) a rendu celle-ci plus vulnérable à une hausse des taux. Sa progression en 2020 a renforcé à nouveau cette sensibilité. L'AFT estime ainsi qu'une hausse d'un point des taux d'intérêt renchérirait la charge d'intérêts de 2,5 Md€ la première année, 6,1 Md€ la deuxième année et 29,5 Md€ à l'horizon de 10 ans. L'impact de ce choc à un horizon de 10 ans est aujourd'hui nettement plus élevé que l'estimation réalisée fin 2019 (+ 21,2 Md€) car la dette de l'État à moyen et long terme qui arrivera à échéance entre 2021 et 2030 a augmenté de près de 180 Md€ par rapport au niveau calculé pour cette même période à la fin de l'année 2019.

Graphique n° 16 : impact d'un choc de taux à la hausse de 1 % sur la charge d'intérêts de la dette de l'État à la fin des années 2019 et 2021 (Md€)



Source : PAP du programme 117 – Charge de la dette et trésorerie de l'État - annexe au PLF pour 2020 et pour 2022

D - Une augmentation des dépôts des correspondants qui contribue à améliorer les ressources de financement de l'État

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

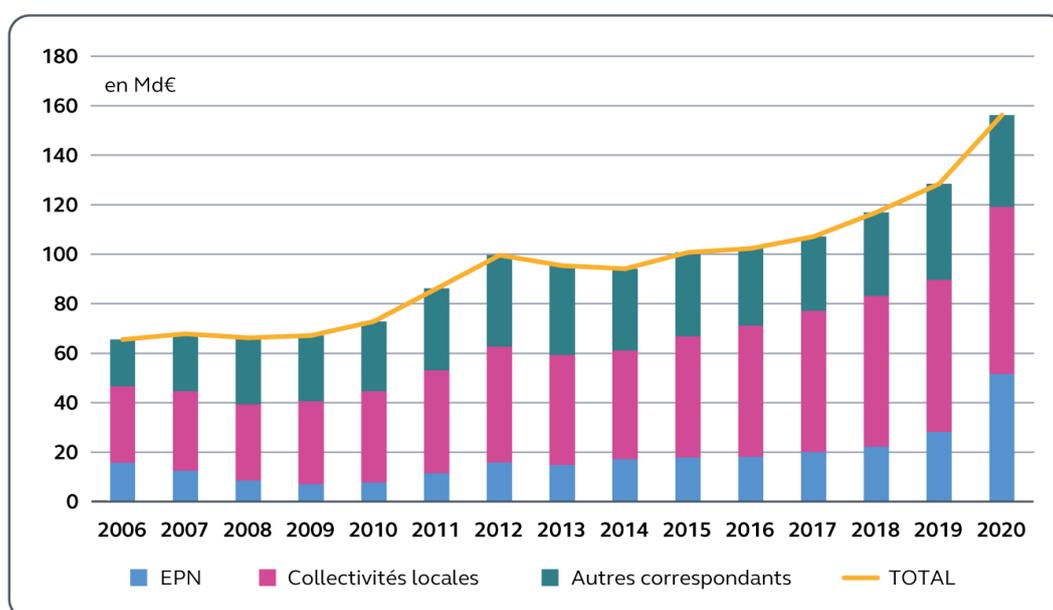
La hausse des dépôts des correspondants du Trésor sur le compte de l'État contribue à accroître les ressources de financement mais son ampleur est difficilement prévisible compte tenu de l'autonomie de ces différents acteurs dans la gestion de leurs trésoreries.

Sur longue période, ces dépôts se sont nettement accrus. Entre 2010 et 2020, l'encours global est passé de 79,3 Md€ à 156,2 Md€. En 2021, le niveau de l'encours serait de 174,9 Md€.

Entre 2010 et 2020, l'encours des collectivités locales (à savoir les communes et leurs établissements publics, les départements, les régions et les offices publics d'HLM) et des hôpitaux est passé de 42,5 Md€ à 75,3 Md€. Sur cette période, il a donc augmenté régulièrement de 4 à 5 Md€ par an, sauf l'année précédant les élections municipales et l'année d'élection (à l'exception notable de l'année 2020 en raison de la crise sanitaire). Au sein des collectivités locales, les augmentations sont essentiellement liées aux variations des encours des communes et des établissements publics de coopération intercommunale (EPCI) avec ou sans fiscalité propre : ces encours se sont élevés à près de 55 Md€ en 2020 contre 31 Md€ en 2010.

Sur la même période, l'encours des établissements publics nationaux est passé de 16,0 Md€ à 62,8 Md€. La hausse s'explique notamment par la centralisation de nouveaux fonds sur le compte du Trésor qui ont contribué à plus de 10 Md€ à la hausse depuis 2010. Cette hausse correspond notamment en 2011 au rapatriement de la trésorerie excédentaire de la Coface pour 4,5 Md€, en 2012 à celle d'Oseo S.A. pour 4 Md€ et de l'Unédic pour 1,2 Md€ et, en 2018, à l'abondement du fonds pour l'innovation pour + 1,6 Md€. La baisse de l'encours en 2017 s'explique notamment par le transfert au 1^{er} janvier 2017 de la gestion des garanties publiques de la Coface à Bpifrance, qui a conduit à une baisse de 3,7 Md€. Depuis 2019, la Cades a été intégrée parmi les correspondants (l'encours s'élève à 10 Md€ à la fin de l'année 2020).

Graphique n° 17 : dépôts des correspondants



Source : Cour des comptes à partir de données de la direction générale des finances publiques. Les hôpitaux (établissements publics de santé) sont classés dans les autres correspondants.

En 2020, les dépôts des correspondants ont poursuivi leur hausse par rapport à 2019 (+ 27,8 Md€) principalement du fait des établissements publics nationaux (+ 20,9 Md€), des collectivités locales (+ 6,1 Md€) et dans une moindre mesure des hôpitaux (+ 2,1 Md€)⁴⁴. Si la hausse des dépôts des collectivités locales correspond à une poursuite de la tendance passée, bien qu'à un rythme supérieur, l'accroissement de la trésorerie des établissements publics nationaux provient de flux exceptionnels : accroissement des liquidités détenues par la Société du Grand Paris (SGP), qui s'est davantage endettée sur des échéances de long terme que ce que nécessitaient ses stricts besoins de trésorerie (+ 8,4 Md€). L'Agence de services et de paiement (ASP), opérateur gestionnaire des crédits de l'activité partielle, s'est retrouvé fin 2020 avec un surcroît de trésorerie de 4,5 Md€, l'État lui ayant versé l'intégralité des fonds pour financer l'activité partielle alors qu'une partie de ces dépenses sont intervenues en 2021. Enfin, la Cades a émis davantage de dettes que nécessaire afin d'anticiper sur le programme de financement à

⁴⁴ Par ailleurs, les hôpitaux ont bénéficié d'une garantie sur les recettes et d'une prise en charge des coûts liées à la crise sanitaire.

venir dans le cadre des reprises de la dette de la sécurité sociale (+ 6,9 Md€). Ces facteurs ne sont pas nécessairement pérennes.

La hausse des dépôts des correspondants du Trésor a ainsi contribué à accroître les ressources de financement au cours des dernières années. Une partie de cette augmentation s'explique par la centralisation de la trésorerie de nouveaux établissements publics sur le compte du Trésor, avec notamment en 2021 l'intégration de 10 nouveaux organismes aux correspondants du Trésor⁴⁵. Dans un contexte où les besoins de financement de l'État vont rester élevés dans les années à venir, la centralisation des trésoreries des organismes publics sur le compte du Trésor devrait être poursuivie et l'évolution des dépôts des correspondants devra être regardée avec une vigilance particulière dans les années à venir.

III - Des sujets de débats récurrents

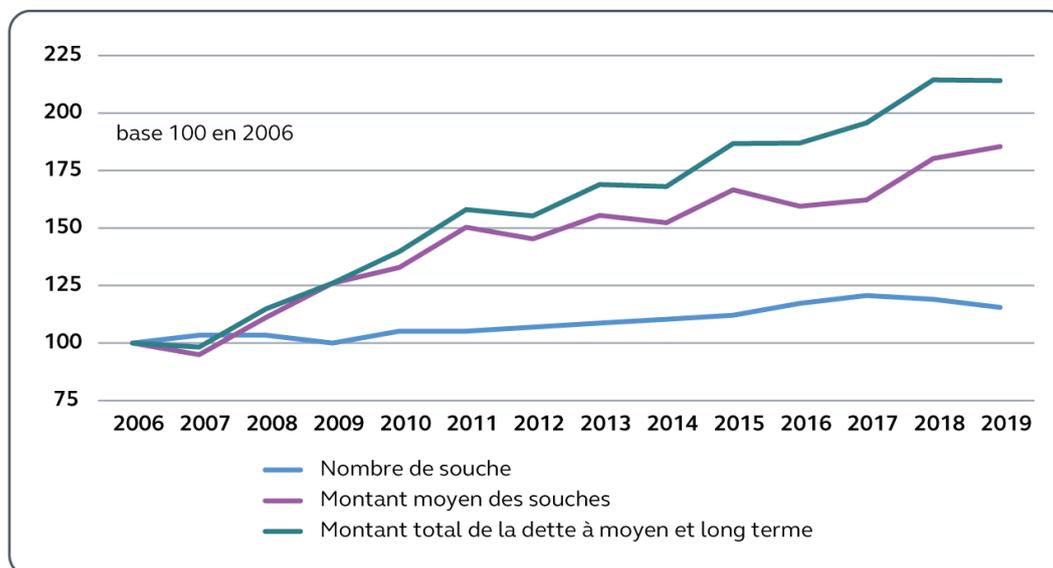
La Cour s'est attachée à examiner deux questions qui suscitent de nombreux débats : les primes et décotes résultant principalement des émissions sur des souches anciennes (A) et l'allongement de la maturité de la dette (B). Elle a également analysé la stratégie de diversification des instruments de dette avec les OAT indexées sur l'inflation et les OAT vertes (C).

A - Les primes et décotes

Au moment de la préparation des adjudications (une semaine avant le déroulé de l'opération), l'AFT choisit sur la base des recommandations formulées par les SVT, les titres qui seront émis, qu'ils soient nouvellement créés (souches nouvelles) ou ré-abondés (souches anciennes). Ces recommandations tiennent compte du souhait des investisseurs d'acheter de nouvelles souches ou au contraire d'acheter des souches existantes. Ces émissions sur des souches anciennes permettent également d'assurer la liquidité des titres, une liquidité importante permettant de limiter les taux d'intérêt effectivement payés, les investisseurs étant prêts à faire des efforts sur les taux des lors que les titres qu'ils acquièrent sont liquides et donc cessibles facilement sur le marché secondaire. Elles ont pour conséquence d'augmenter la taille des souches plutôt que d'en multiplier le nombre.

⁴⁵ Voir l'ordonnance n° 2020-1496 du 2 décembre 2020 et le décret n° 2021-29 du 14 janvier 2021. Les nouveaux correspondants dont la trésorerie est centralisée sont : l'Institut de France et les cinq académies qui le constituent, l'Epic BPI France, l'Agence nationale pour la gestion des déchets radioactifs, l'IFP-Énergies Nouvelles et le Fonds de garantie de dépôts et de résolution. Par ailleurs, des mesures ont également été prises pour renforcer la centralisation d'organismes qui déposaient déjà une partie de leurs fonds au Trésor : France Compétences, l'Agence nationale pour la rénovation urbaine, le Commissariat à l'énergie atomique, la Monnaie de Paris, le Conseil économique, social et environnemental, l'Institut national de l'audiovisuel, certaines autorités publiques indépendantes (l'Autorité des marchés financiers, la Haute autorité de santé, le Conseil supérieur de l'audiovisuel, le Haut conseil du commissariat aux comptes).

Graphique n° 18 : décomposition du montant de la dette en fonction du nombre de souche et du montant moyen des souches

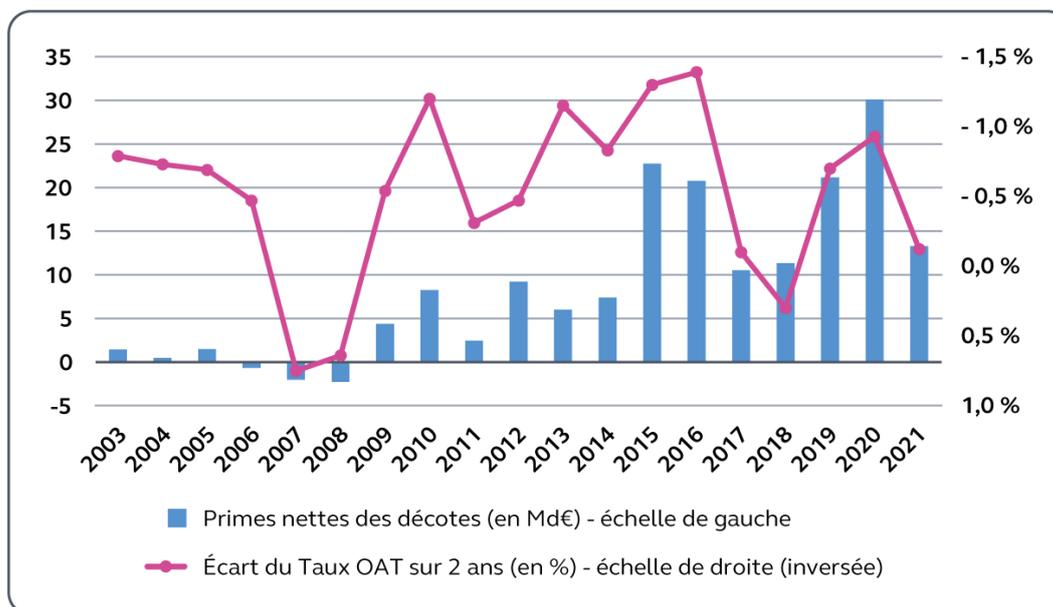


Source : Cour des comptes à partir de données de l'Agence France Trésor

Les émissions de titres à partir de souches anciennes donnent lieu à l'encaissement de primes ou de décotes lorsque leur taux de coupon est différent du taux de marché. Elles compensent la différence, sur la durée de vie du titre, entre les montants des coupons versés et ceux qui l'auraient été dans le cas d'une émission au taux du marché. Si le coupon servi est supérieur au taux de marché à l'émission, les souscripteurs acquièrent le titre à un prix supérieur à la somme qui sera remboursée à échéance (la valeur faciale du titre ou « pair »). Une « prime à l'émission » est alors enregistrée. Dans le cas contraire, une « décote à l'émission » apparaît (l'État reçoit moins que la valeur faciale du titre).

L'augmentation significative du montant des primes nettes des décotes encaissées par l'État depuis plusieurs années résulte de deux facteurs qui se sont combinés.

Graphique n° 19 : primes nettes des décotes et variation sur deux ans du taux des OAT à 10 ans



Source : Cour des comptes à partir de données de l'AFT et de la Banque de France

Le premier facteur résulte de la baisse tendancielle des taux d'intérêt au cours des dernières années. En adoptant une stratégie de suivi de la demande du marché, l'AFT a été conduite à réémettre fréquemment sur des souches anciennes porteuses de coupons élevés alors même que le taux de marché était plus faible. Ce mouvement a été amplifié quand les taux sont devenus négatifs car on ne peut émettre des titres portant des coupons négatifs. Ainsi, même des émissions sur des souches nouvelles peuvent générer des primes à l'émission dès lors que le taux de marché est négatif. Une grande partie des primes depuis 2015 provient ainsi des taux de marché négatifs.

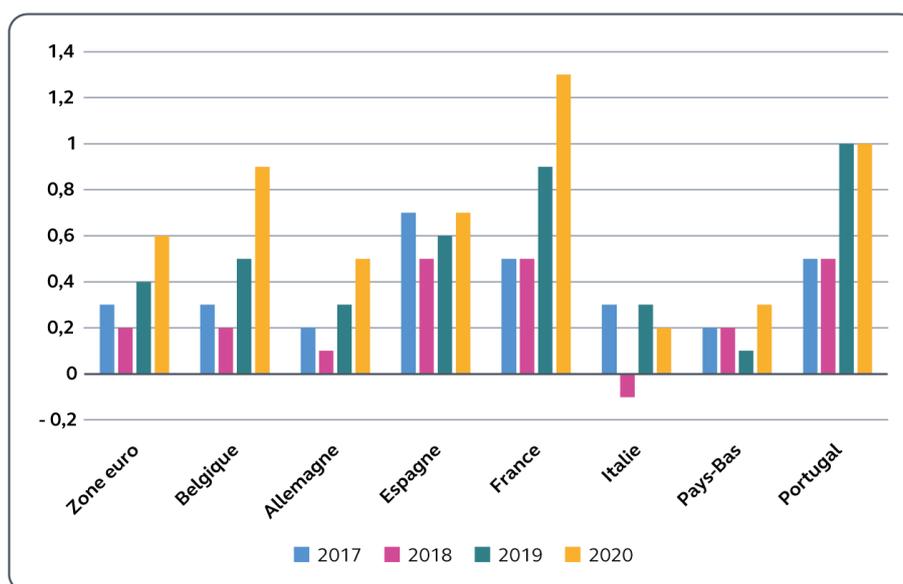
Le second facteur résulte de la politique de la Banque centrale européenne. L'activation des programmes d'achats de titres publics (en 2015 *via* le PSPP, ou en 2020 avec le PEPP, voir *infra*) a eu un effet sur les taux d'intérêt mais elle a également créé une pression à la réémission de titres anciens. En effet, pour ne pas créer de distorsion sur le prix des titres français pour certaines maturités, la BCE est intervenue sur l'ensemble des points de la courbe des taux, ce qui a eu pour effet d'alimenter la demande pour les titres plus anciens auprès des SVT car certaines maturités ne sont pas couvertes par les titres nouveaux émis chaque année. Cette réémission de titres sur d'anciennes souches de référence, dont le coupon a été fixé selon les conditions de taux qui prévalaient deux, trois, cinq ou dix ans auparavant, constitue ainsi un autre élément expliquant le dynamisme de la génération de primes à l'émission certaines années (2015 et 2020).

Les primes et décotes résultent ainsi de la combinaison de la demande du marché, et notamment celle de la BCE, et de la baisse des taux observée au cours des dernières années. La remontée récente des taux d'intérêt devrait conduire à une baisse du montant des primes et décotes en 2021 : la deuxième loi de finances rectificative anticipe ainsi un montant de 13,3 Md€ contre 30 Md€ en 2020.

La stratégie de suivi de la demande du marché et la baisse des taux d'intérêt sur la dernière décennie étant communes aux différents émetteurs européens, des montants importants de primes nettes des décotes sont observés dans plusieurs pays européens. En particulier, les principaux pays européens ont dégagé des primes plus importantes en 2020 qu'en 2019, du fait de l'évolution des taux d'intérêt et de la politique d'achats de titres publics de la BCE.

Certaines différences notables existent entre pays. Par exemple, les primes nettes des décotes de l'Italie sont beaucoup plus faibles que pour la France. Deux facteurs expliquent cette différence. D'une part, contrairement à la France, l'Italie fait face à des taux d'intérêt significativement plus élevés et a peu bénéficié de primes résultant d'émissions à taux négatifs car elle n'a émis, en 2020, qu'un peu plus de 10 % de ces titres à taux négatifs contre près de 70 % pour la France. D'autre part, si l'Italie présente des primes nettes de décotes négatives en 2018, c'est parce que, contrairement aux autres pays européens, elle a fait face à des tensions sur ses taux qui ont augmenté d'un niveau de 2 % au début 2018 à plus de 3 % à la fin de cette même année.

Graphique n° 20 : primes nettes des décotes entre 2017 et 2020 (en points de PIB)



Source : Eurostat

L'encaissement de primes a pour conséquence de réduire, de manière temporaire, le ratio de la dette publique rapportée au PIB⁴⁶. Selon les estimations réalisées par l'AFT à la demande

⁴⁶ Un titre émis sur une souche ancienne à taux nominal plus élevé que celui du marché a une valeur supérieure à sa valeur faciale en raison de la perspective pour l'investisseur de bénéficier pendant sa durée de vie d'un taux d'intérêt supérieur à celui du marché au moment de l'émission. Les investisseurs sont alors prêts à payer une prime au moment de l'émission correspondant à l'écart entre la valeur actuarielle de la somme des intérêts attendus et celle des intérêts de marché. En comptabilité nationale, les titres émis sur souches anciennes sont retracés à leur valeur d'émission, plus faible qu'une OAT qui aurait été émise au taux de marché parce qu'elle tient compte de cette prime supportée par les investisseurs. Cet effet sur le ratio de dette publique est temporaire au fur et à mesure du paiement des coupons plus élevés de la souche ancienne sur laquelle le titre a été émis.

de la Cour, l'ensemble des primes reçues par l'État jusqu'en 2020 net de leur amortissement a conduit, toutes choses égales par ailleurs, à diminuer l'encours de la dette publique d'environ 4,3 points de PIB fin 2020.⁴⁷ Cet effet mécanique est la conséquence de la stratégie de suivi de la demande du marché. Il ne résulte pas, selon l'analyse de la Cour, d'une volonté de l'AFT de réduire en apparence le niveau de la dette.

Si l'encaissement de primes a pour contrepartie le versement chaque année de coupons plus élevés, l'impact sur la charge d'intérêts est neutralisé en comptabilité nationale mais il est réel en comptabilité budgétaire.

B - Une augmentation de la maturité moyenne de la dette depuis plus de 15 ans en raison d'une modification de la demande des investisseurs

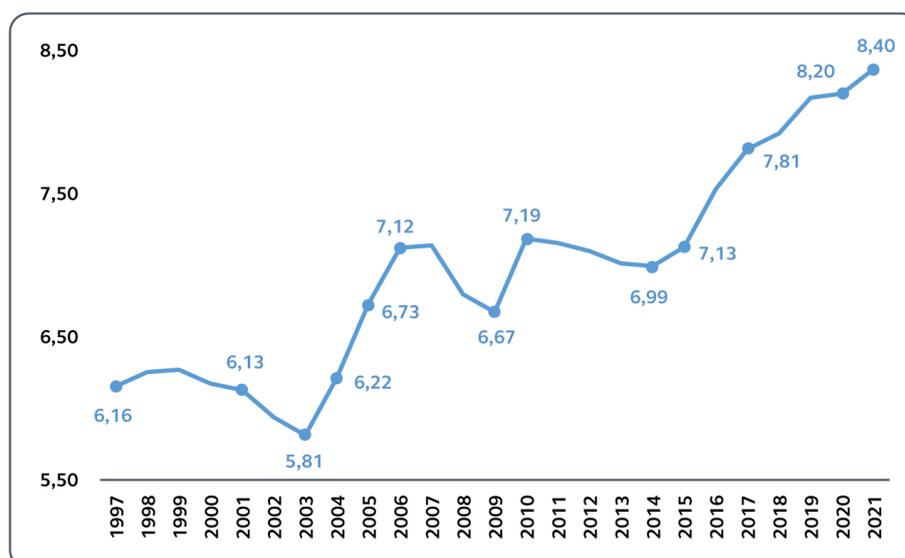
La durée de vie moyenne de la dette française était de 8,4 ans en 2021 après 8,2 ans en 2020, en forte augmentation par rapport à 2003 (5,8 ans). En 2020, elle se situait au-dessus de celle des pays de la zone euro comparables à la France comme l'Allemagne (6,7 ans), l'Espagne (7,7 ans), l'Italie (7 ans) et les Pays-Bas (7 ans et 3 mois). Elle est en revanche nettement inférieure en l'Autriche (10,1 ans) et au Royaume-Uni (17,8 ans). Tous les pays européens ont vu cette durée de vie moyenne augmenter depuis 20 ans.

Le déterminant principal de la maturité moyenne de la dette est la structure de la demande à laquelle chaque pays fait face dans sa devise d'émission. Ainsi, la maturité élevée de la dette britannique tient à l'existence de la demande spécifique des fonds de pension dont l'horizon d'investissement est très long. Le poids de ces fonds au Royaume-Uni est quasiment équivalent à leur importance dans l'ensemble de la zone euro, les Pays-Bas étant le pays dans lequel ces fonds de pension sont les plus développés.

Dans le cas de l'Autriche, les émissions sont très faibles en volume par rapport à celles de la France ou des autres principaux pays de la zone euro, ce qui lui permet d'avoir une approche plus opportuniste dans sa stratégie d'émission. L'Autriche est ainsi un des rares pays à avoir émis des titres à 100 ans, mais en payant un coût important par rapport à des émissions de maturité plus courte en raison de la pente positive de la courbe des taux.

Au cours des deux décennies passées, la durée de vie de la dette négociable de l'État a augmenté par paliers. Elle est passée de près de 6 ans au début des années 2000 à 7 ans en moyenne entre 2006 et 2014. Depuis 2014, la maturité moyenne de la dette a de nouveau augmenté sensiblement pour atteindre 8,2 années en 2020 et 8,4 années en 2021.

⁴⁷ Le chiffre pour 2021 sera connu au moment de l'arrêté des comptes de l'État en comptabilité générale. Le chiffre de 4,3 points de PIB est obtenu en additionnant pour chaque année jusqu'en 2020 le montant des primes nettes des décotes auquel est soustrait leur amortissement. Ce dernier représente la différence entre les charges d'intérêts supportées par le budget de l'État et retracées en comptabilité budgétaire d'une part, et les charges d'intérêt évaluées en comptabilité nationale d'autre part.

Graphique n° 21 : durée de vie moyenne de la dette (en années)

Source : Agence France Trésor ;

Cette maturité moyenne ne peut pas varier fortement d'une année sur l'autre car 90 % du stock des titres de moyen-long terme est inchangé d'une année sur l'autre. En revanche la maturité des titres de moyen et long terme émis chaque année est plus élevée. Elle est supérieure à 10 ans depuis 2016 et atteignait 11,5 années en 2020 et 12,4 années en 2021. Par ailleurs, la France a le plus gros encours de dette de maturité supérieure à 30 ans au sein de la zone euro. D'un montant proche de 100 Md€, elle représente près de 50 % de l'encours à plus de 30 ans en zone euro.

Cet allongement de la maturité traduit l'évolution de la demande des investisseurs dans un univers de taux d'intérêt bas, notamment à la suite de la mise en place des programmes d'achat d'actifs de la BCE. En effet, les achats de la BCE ont entraîné les taux d'intérêt vers le bas et même en territoire négatif pour la partie basse de la courbe des taux. Les investisseurs, en recherche de rendement, ont donc modifié leur demande de titres publics vers des titres de maturité plus longue portant donc des rendements plus élevés.

L'accroissement de la maturité de la dette française depuis 2015 ne résulte donc pas d'une stratégie volontaire mais de la modification de la demande des investisseurs provoquée par la mise en place des programmes d'achats de l'Eurosystème en 2015.

L'AFT peut, dans certains cas, s'écarter de la stratégie de suivi des marchés si elle estime que cela ne conduit pas au meilleur coût ou que cette stratégie est trop risquée. Par exemple, au début des années 2000, l'AFT avait fait le diagnostic que la prime de terme qu'elle payait, c'est-à-dire le surcoût demandé par les investisseurs pour prêter sur des maturités longues plutôt que sur des durées courtes, pouvait être réduite par la mise en place d'un programme d'échange de titres (« *swaps* ») mais au prix d'une volatilité accrue de la charge d'intérêt. Ce programme d'échange de titres est resté actif moins de deux ans, les conditions de marché n'étant plus favorables à ce type de stratégie.

De même, si la maturité de la dette devait diminuer et atteindre des niveaux qui conduiraient à un risque de refinancement trop important, l'AFT pourrait décider d'émettre sur des maturités plus longues que ce que demande le marché mais au prix de coûts plus élevés.

Plus récemment, des voix se sont exprimées dans le débat public en faveur d'un allongement accru de la maturité moyenne de la dette. L'objectif poursuivi serait d'une part de profiter des taux d'intérêt bas sur une très longue période et, d'autre part, de diminuer à terme le risque de refinancement. Cette proposition soulève des questions à la fois d'opportunité et de faisabilité.

Émettre sur de très longues maturités a un coût immédiat, puisque le taux d'intérêt à ces horizons est plus élevé qu'à des horizons plus courts, pour des gains incertains puisque liés à l'évolution future des taux d'intérêt. Cette stratégie est gagnante si les taux d'intérêts remontent durablement. Si un tel scénario est possible en phase de reprise de l'activité, un scénario alternatif dans lequel les taux resteraient encore bas pour plusieurs années est également envisageable. Surtout, cette stratégie suppose d'avoir une vue directionnelle sur les taux, c'est-à-dire d'avoir sa propre prévision de l'évolution des taux d'intérêt, ce que se refuse de faire l'AFT. Selon les informations dont dispose la Cour, cette position de l'AFT a été confortée par son comité stratégique lors d'une de ses réunions de 2018.

Par ailleurs, si l'allongement de la maturité au-delà de la demande spontanée des investisseurs permet de diminuer les risques de refinancement à terme, une action trop volontariste pour accroître la maturité pourrait être perçue comme un manque de confiance dans la capacité à mettre en œuvre une stratégie de finances publiques garantissant la soutenabilité de la dette et une anticipation de difficultés de financement. Cela pourrait conduire à une réévaluation du risque de crédit de la dette française qui viendrait augmenter le coût de la dette sur l'ensemble des maturités.

Enfin, la capacité à lever des fonds importants à des coûts raisonnables est plus faible pour des maturités très élevées que pour des maturités plus habituelles comme l'horizon à 10 ans. En effet, les investisseurs stables qui achètent des titres publics dans le cadre d'une gestion actif-passif n'investissent pas au-delà de 50 ans ; ceux qui ont l'horizon le plus long d'investissement sont les fonds de pension, quasi inexistant en France. La demande de titres pour des horizons éloignés est donc issue d'investisseurs volatiles comme les *hedge funds* qui peuvent ainsi développer des stratégies d'arbitrage entre différentes maturités de la courbe des taux. Or l'AFT recherche pour chacune des maturités sur lesquelles elle émet un socle d'investisseurs stables.

L'importance des demandes des investisseurs lors certaines syndications récentes de titres longs – qui a pu atteindre notamment 75 Md€ pour l'OAT 2072 émise en janvier 2021 – a pu alimenter l'idée qu'il était possible d'émettre plus à ces horizons. Mais ces montants ne représentent pas une demande réelle de titres en raison de demandes excessives exprimées par les *hedge funds* : afin de privilégier les investisseurs de long terme pendant ses syndications, l'AFT ne répond qu'à un faible pourcentage de la demande de titres des *hedge funds*, qui, dès lors demandent des volumes plus élevés. Les chiffres très élevés de demande de la gestion alternative ne représentent donc pas, dans leur entièreté, une demande réelle effective.

Au total, alors que les gains à augmenter la maturité au-delà de la demande de marché sont aléatoires, les marges de manœuvre de l'AFT pour mettre en œuvre une telle stratégie, sont limitées.

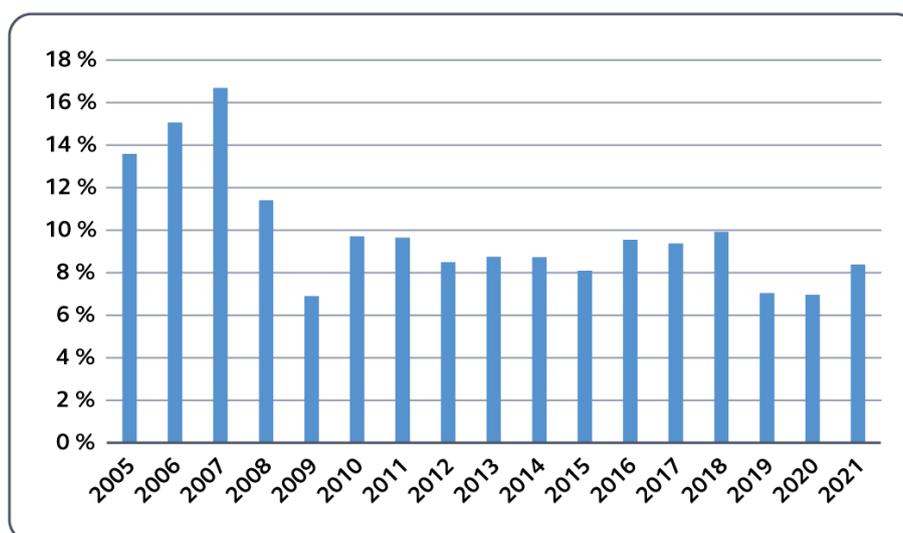
C - Une stratégie de diversification des instruments de financement pour élargir la base d'investisseurs

Pour élargir sa base d'investisseurs, l'AFT a émis de nouveaux instruments financiers, d'abord les OAT indexées sur l'inflation en 1998 puis les OAT vertes à partir de 2017.

1 - Les obligations indexées sur l'inflation, un marché arrivé à maturité

La première obligation indexée sur l'inflation française a été émise par l'AFT en 1998. Depuis, ce marché s'est développé et, sur les 15 dernières années, les émissions d'obligations indexées sur les inflations française (OATi) ou de la zone euro (OAT€i) ont représenté en moyenne 10 % des émissions annuelles de titres à moyen et long termes. Si, avant 2008, ce ratio pouvait dépasser sensiblement les 10 %, depuis, il y est toujours resté inférieur. Il a été de 8,3 % en 2021.

Graphique n° 22 : pourcentage des émissions d'OAT indexées dans le programme de financement (en pourcentage)



Source : AFT

Ces obligations permettent de répondre à la demande des investisseurs qui, dans leur gestion actif-passif, ont besoin de se protéger contre le risque « inflation ». Ainsi, pour les titres indexés sur l'inflation française, les principaux investisseurs sont les institutions financières gérant le livret A et, plus largement, l'épargne réglementée. En effet, la formule de calcul du taux du livret A intègre une composante liée à l'inflation. Plus généralement les titres indexés sont utiles pour les investisseurs qui servent des prestations indexées sur l'inflation.

L'émission de titres indexés a permis à l'AFT d'économiser « la prime d'inflation » qu'elle paye quand elle émet une OAT normale, c'est-à-dire le surplus de taux que les investisseurs exigent pour assurer l'État contre les variations de l'inflation. La contrepartie de ce moindre coût à l'émission pour l'État est une plus grande volatilité des charges d'intérêts puisqu'elles dépendent de l'inflation observée et ne sont donc pas fixes comme pour une OAT.

Les années 2020 et 2021 sont de bonnes illustrations de cette volatilité. En 2020, l'inflation plus faible qu'attendue a permis d'économiser plus de 2 Md€ de charges d'intérêts entre la LFI et l'exécution alors que, en 2021, la forte augmentation de l'inflation en cours d'année a conduit à réviser d'un peu plus de 1,5 Md€ les charges d'intérêts entre la 1^{ère} et la 2^{ème} loi de finances rectificative pour 2021. La persistance d'une inflation plus élevée qu'attendue en 2022 pourrait également renchérir la charge d'intérêts sur les OATi.

Des analyses menées au milieu des années 2000⁴⁸ ont montré que l'émission de titres indexés demeurerait favorable (moindre coût, plus grande variabilité des charges d'intérêt mais moindre variabilité du déficit) si elle représente moins de 20% du besoin de financement, compte tenu du lien entre l'inflation et le déficit qu'elle tend à réduire. Avec un peu moins de 10 % depuis 2009, ce seuil est donc loin d'être atteint.

La comparaison des titres indexés aux OAT doit aussi tenir compte de leur liquidité. Moins un titre est liquide, moins il est facile de l'échanger sur les marchés et donc plus les investisseurs demandent un taux d'intérêt élevé. Or les titres indexés sont moins liquides que les OAT, notamment parce que le nombre d'investisseurs sur ce marché est beaucoup plus faible et que les volumes échangés, en proportion du stock, sont également inférieurs⁴⁹.

Enfin, alors que les montants de dette française indexée sur l'inflation européenne et française étaient proches il y a 10 ans, de l'ordre de 80 Md€, ils ont depuis divergé. La dette indexée sur l'inflation européenne a continué de progresser pour atteindre, en 2021, 168 Md€, alors que le montant de la dette indexée sur l'inflation française plafonne, atteignant 69 Md€ en 2021. Les OAT*i* bénéficient effectivement par nature de supports de demande plus internationaux.

Au total, le marché des titres indexés est une composante importante de la palette d'outils de financement de l'AFT et s'inscrit dans sa stratégie d'élargir sa base d'investisseurs et de lever des fonds à moindre coût. Il appelle néanmoins une vigilance particulière compte tenu des incertitudes actuelles sur l'évolution du niveau d'inflation.

2 - Les OAT vertes, un marché en plein essor

La France a été un des premiers pays européens à émettre une obligation verte en 2017 (l'OAT 1,75 %, 25 juin 2039)⁵⁰. Depuis, cette souche a été ré-abondée à plusieurs reprises et atteint 31 Md€ à la fin 2021. Une deuxième OAT verte (2044) a été émise en 2021 et son encours atteignait 11,4 Md€ à la fin 2021.

Avec plus de 42 Md€ d'encours d'OAT verte, la France est le premier émetteur européen loin devant l'Allemagne (24 Md€), le Royaume uni (19 Md€), l'Italie (13,5 Md€) ou la Commission européenne (12 Md€).

⁴⁸ Jean-Paul Renne et Nicolas Sagnes, « Une modélisation analytique des stratégies d'endettement de l'État », Direction générale du trésor et de la politique économique, Diagnostics prévisions et analyses économiques n° 99, février 2006.

⁴⁹ En 2021, les volumes échangés sur les OAT a été un peu plus de 10 fois supérieur aux volumes échangés sur les OAT indexées alors qu'en stock, les OAT représentent un peu plus de 8 fois les OAT indexées.

⁵⁰ La Pologne avait émis en 2016 un titre souverain vert pour une taille très inférieure.

Contrairement aux titres indexés sur l'inflation, les OAT vertes sont des instruments de financement très semblables aux OAT standards. La seule différence avec une OAT standard est que le montant qui peut être émis chaque année est plafonné par le niveau des dépenses vertes éligibles à ce type de financement. Pour 2021, le montant plafond a été fixé à 15 Md€.

Cette contrainte aurait pu avoir des conséquences sur la liquidité de ces titres et par conséquent les rendre plus coûteux que des OAT. Le choix fait par l'AFT de les placer à des maturités proches de 20 ans a permis à ces titres d'avoir une liquidité semblable à une OAT de maturité similaire. En effet, à cet horizon, les abondements annuels qui peuvent être faits sur l'OAT verte, plafonnés par le montant des dépenses éligibles, correspondent aux abondements annuels qui auraient été effectués pour une OAT standard de même maturité, ce qui garantit une liquidité similaire entre l'OAT verte et l'OAT standard de même maturité.

La demande très dynamique sur ce type de produits a pu les rendre légèrement moins coûteux que les OAT standard. Selon l'AFT, ce gain pourrait être de l'ordre 1 à 2 points de base et donc permettre des gains annuels de charges d'intérêt de l'ordre de 80 M€ à 160 M€, soit un montant nettement supérieur aux coûts de ce type d'émission (évaluation des dépenses éligibles, fonctionnement du secrétariat général du comité d'évaluation, ressources nécessaires au sein de l'AFT, etc.).

L'AFT envisage de poursuivre cette diversification en 2022 avec, si les conditions de marché le permettent, l'émission d'une OAT verte indexée sur l'inflation.

Cette stratégie présente néanmoins des limites. En effet, elle participe à la fragmentation de la dette française. Elle peut devenir un problème si une partie des titres se trouve face à une demande faiblissante et des primes de liquidité anormalement élevées, entraînant des coûts plus élevés que le recours aux OAT standards.

**D'autres exemples de diversification des instruments financiers
chez les émetteurs publics : les « social bonds » de l'Unédic et de la Cades**

Depuis 2020, l'Unédic émet des obligations sociales (*social bonds*) qui sont des titres permettant le financement de programmes orientés vers la justice sociale et la redistribution. En 2020, l'Unédic a réalisé 19 Md€ d'émissions de dette moyen et long terme, dont 17 Md€ au format de « *social bonds* »⁵¹. Elle a effectué quatre émissions sociales sur son programme obligataire pour l'année 2021, en février (3 Md€), mars (3 Md€), juin (2 Md€) et septembre (2 Md€).

La Cades, dont les fonctions opérationnelles sont mutualisées avec l'AFT, a également commencer à émettre des « *social bonds* » à partir de septembre 2020. Avec plus de 60 Md€ de *social bonds* à fin 2021, la Cades est le deuxième émetteur au monde de ce type d'obligations derrière l'Union européenne.

⁵¹ Unedic, Situation financière de l'assurance chômage 2021-2023, octobre 2021.

IV - Approfondir la démarche stratégique et la rendre plus accessible

A - Une réflexion stratégique importante, qui mériterait d'être approfondie

1 - Des analyses de qualité couvrant un large champ des problématiques de l'AFT qui pourraient être enrichies

La réflexion stratégique de l'agence est alimentée par la cellule Recherche et Stratégie qui « *effectue l'analyse des marchés de taux et participe à l'élaboration de la stratégie d'émission, via notamment l'élaboration de modèles analytiques* ». Longtemps limités à une personne, ses effectifs ont été récemment portés à deux agents et le recrutement d'une troisième personne a été décidé début 2022.

Globalement, la cellule Recherche et Stratégie est positionnée dans un rôle d'appui par la fourniture d'éclairages analytiques ponctuels. Sur la période récente, elle a par exemple apporté un soutien aux cellules opérationnelles par des analyses sur l'évolution des marchés de taux, sur la cherté relative des OAT lors des adjudications et sur l'évaluation du « juste prix » lors des syndications. Elle a réalisé aussi quelques analyses de caractère plus structurant comme sur l'opportunité d'émettre des obligations de très long terme (100 ans), sur les stratégies de couverture de risques, ou sur la comparaison entre le calendrier d'émissions actuel et un calendrier fictif d'émissions « en continu » au fil de l'année. Elle a également publié en janvier 2022 un document d'information (Trésor éco⁵²) sur certains points de sa stratégie.

Ces diverses productions sont de qualité mais d'autres champs d'analyses pourraient être explorés. À titre d'exemple, l'agence pourrait développer des outils pour analyser les comportements des investisseurs lors des opérations d'émissions ou encore les flux d'échanges sur le marché secondaire, à partir des données qu'elle recueille auprès des SVT. À un niveau plus global, l'agence pourrait construire plus de scénarios prospectifs d'évolution du volume des émissions et de la structure du portefeuille, allant au-delà de la note de cadrage du programme initial de financement au début de l'été et de la projection agrégée du besoin de financement à l'horizon de quatre à cinq années réalisée chaque année.

Le développement d'outils plus nombreux apparaît nécessaire pour éclairer les marges de choix de l'action de l'AFT. Ils permettraient de nourrir une revue annuelle de la stratégie en amont de l'élaboration du programme initial de financement de l'année suivante. Cette revue permettrait de regarder les différents éléments de la stratégie (parts relatives du court et du moyen termes et, plus généralement, structure par maturité, choix entre la création de nouveaux titres ou l'abondement des souches existantes, politique en matière de rachats, politique en termes de diversification des instruments de financement etc.), de discuter des enjeux à venir ainsi que des éléments de la stratégie qui seraient dans le débat public (comme récemment la

⁵² Pol Copin et Jean Dalbard, « *La stratégie d'émission de la dette souveraine française* », Direction générale du Trésor, Trésor-éco n°297, janvier 2022.

question de la maturité et plus anciennement la question des primes et décotes). Le résultat de cette revue portant sur les aspects généraux de la stratégie devrait être présenté et discuté lors d'un comité stratégique.

2 - Le comité stratégique, un regard extérieur sur lequel s'appuie l'AFT sans communication extérieure

L'agence s'est dotée d'un comité stratégique qui la conseille sur les grandes orientations de la politique d'émission de l'État. Son rôle est consultatif. Le comité stratégique est « *composé de personnalités venant d'horizons divers, afin d'apporter à l'agence un spectre élargi de compétences et d'expertises* »⁵³. Il se réunit deux fois par an, en présence du directeur général du Trésor, des directeurs généraux de l'AFT et des responsables de cellules de celle-ci. La cellule Recherche et Stratégie en assure le secrétariat.

L'examen des présentations et comptes rendus des séances montrent que ces réunions fournissent effectivement l'occasion pour l'agence de confronter son action à un spectre de regards extérieurs informés⁵⁴. Il suggère aussi que le comité offrirait un cadre propice à des échanges s'appuyant sur des analyses et des outils stratégiques plus développés.

La tenue des comités stratégiques ne donne lieu à aucune communication de la part de l'AFT. S'il est indispensable, pour préserver la libre expression de ses membres, de ne pas en rapporter les propos, une communication rappelant les principaux sujets discutés et les propositions que l'AFT en retire pour sa stratégie serait bienvenue.

B - Mieux communiquer sur la stratégie de l'AFT

La stratégie poursuivie par l'AFT, comme par la plupart des grands émetteurs de dette publique, de « coller à la demande » permet d'atteindre l'objectif de lever les fonds nécessaires au moindre coût. Néanmoins, elle peut donner l'impression d'une stratégie passive, captive des marchés. Elle devrait être accompagnée par une communication publique sur les marges de manœuvre que l'émetteur possède dans ce cadre et sur les objectifs poursuivis lorsque ces marges sont ou ne sont pas mobilisées.

Or, l'AFT communique peu de manière publique sur les éléments de sa stratégie malgré son utilisation de nombreux vecteurs de communication : communiqués de presse, bulletins mensuels, rapport annuel, podcasts, etc. Elle le fait en revanche à l'occasion des auditions devant le Parlement et, de manière privée, lors de rencontres avec les investisseurs (*roadshows*).

Un exemple récent sur lequel une communication aurait pu être envisagée concerne la discussion autour de la maturité moyenne de la dette. Pour certains observateurs, le fait que les livres d'ordre des adjudications longues étaient très volumineux par rapport aux volumes

⁵³ Voir la présentation du comité stratégique sur www.aft.gouv.fr.

⁵⁴ Présidé par Jacques de Larosière, anciennement gouverneur de la Banque de France puis directeur général du FMI, ce comité comprend des membres d'organisation internationales (BEI, OCDE, *International capital markets Association* - ICMA), mais également des dirigeants d'organismes étrangers (banque publique allemande KfW, agence des changes chinoise SAFE ou fonds souverain de Singapour) ou d'entités de marchés (Euroclear, CLS).

finalement émis laissait entendre qu'il aurait été possible d'émettre nettement plus à ces maturités⁵⁵. Une communication expliquant la position de l'AFT sur la question de la maturité moyenne de la dette, les marges de manœuvre qu'elle pourrait mobiliser et les coûts/bénéfices de la mobilisation de ces marges de manœuvre aurait permis d'éclairer le débat auprès notamment du monde académique et économique.

⁵⁵ Par exemple pour la syndication de l'OAT 25 mai 2072 de janvier 2021 le communiqué de presse de l'AFT indique que « *la demande totale a atteint près de 75 milliards d'euros, dont 7 milliards d'euros ont été servis* ».

CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

Les grands principes de régularité, transparence et flexibilité appliqués par l'agence lui permettent d'asseoir sa crédibilité parmi les participants de marché. L'AFT a également innové pour élargir sa base d'investisseurs et s'assurer d'émettre à meilleur coût, que ce soit par exemple avec la création des obligations indexées sur l'inflation à la fin des années 1990 ou celle des OAT vertes en 2017.

La crise sanitaire et les augmentations des besoins de financement qu'elle a entraînées ont montré la résilience des principes et des pratiques de l'agence en période de tensions. Dans un contexte de soutien de l'Eurosystème sur le marché secondaire, les volumes supplémentaires de dette émise ont été correctement absorbés par le marché.

Toutefois, face à l'importance des enjeux actuels et à venir, avec la perspective de retrait progressif des achats de l'Eurosystème et une forme nouvelle de concurrence de l'émetteur européen (voir infra), l'analyse stratégique sur laquelle l'agence appuie ses décisions gagnerait à être renforcée.

En effet, si les productions analytiques sont de qualité, elles pourraient être plus fréquentes et apporter un avis prospectif plus régulier face à un environnement de marché mouvant. Elles pourraient également apporter un éclairage utile pour expliciter et justifier certains choix opérationnels. Enfin, l'AFT gagnerait également à plus communiquer sur les différents éléments de sa stratégie, notamment quand ceux-ci occupent le débat public, comme cela a été le cas récemment sur la question de l'allongement de la maturité moyenne de la dette.

Au regard de l'importance que l'AFT accorde au suivi de la demande, qu'elle érige en principe essentiel de son action opérationnelle, un autre enjeu émerge de l'augmentation récente des volumes à émettre dans un contexte de retrait probable progressif du soutien de l'Eurosystème. En effet, s'il se pérennise, ce mouvement rend encore plus nécessaire la consolidation du lien avec les opérateurs de marché que cela soit les investisseurs finaux qui achètent la dette ou les intermédiaires, les SVT, qui en tiennent le marché.

En conséquence, la Cour formule les recommandations suivantes :

- 1. Poursuivre la centralisation de la trésorerie des organismes publics sur le compte du Trésor(AFT) ;*
 - 2. Afin d'éclairer les arbitrages auxquels l'AFT est confrontée, approfondir l'analyse stratégique et effectuer chaque année une revue globale de la stratégie à présenter au comité stratégique en amont de l'élaboration du schéma de financement pour le PLF (AFT, DGT) ;*
 - 3. Communiquer plus régulièrement sur les éléments structurants de la stratégie et notamment lorsque ceux-ci sont dans le débat public (AFT, DGT).*
-

Chapitre III

Un environnement international en évolution auquel doit s'adapter l'agence

L'environnement de marché dans lequel s'insère l'AFT est par nature évolutif. Si les grands principes de l'agence ont vocation à s'inscrire dans la durée, celle-ci doit toutefois composer avec les influences qu'ont sur son action des événements exogènes. Cette nécessité d'adaptation est renforcée par le contexte de crise sanitaire, duquel ont découlé deux phénomènes de marché prépondérants pour l'AFT. Le premier est le soutien apporté par l'Eurosystème *via* la mise en place d'un programme d'achat sur le marché secondaire de très grande ampleur, le *Pandemic emergency purchase programme* (PEPP). Il vise à faire face aux risques que fait peser la crise sanitaire sur le bon fonctionnement de la politique monétaire et sur les perspectives économiques de la zone euro. Le second est l'émergence de la Commission européenne comme un grand émetteur sur le marché de dettes, pour financer le plan de relance *Next Generation EU*.

Ces deux éléments modifient à la fois la demande de titres, par la présence de l'Eurosystème en modifiant la base d'investisseurs sur la dette française, et l'offre en accroissant la concurrence potentielle sur le marché.

I - Les programmes d'achat de l'Eurosystème et la modification de la base d'investisseurs sur la dette française

En 2014, dans un contexte de détérioration des perspectives d'inflation dans la zone euro et de tensions sur les taux souverains, le conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne avait mis en place plusieurs programmes d'achats sur le marché secondaire portant sur différents types de titres, émis par des entités publiques mais aussi privées, dans le but d'atteindre l'objectif fixé d'inflation et de soutenir la croissance. En effet, les achats d'actifs de l'Eurosystème contribuent à assouplir les conditions monétaires et financières en réduisant le coût de l'accès au financement des entreprises et des ménages, soutenant ainsi dans un second temps l'investissement et la consommation et donc l'inflation. Renforcés par le PEPP (cf. *infra*) pour contenir les effets de la crise sanitaire, ces programmes ont nettement modifié le paysage de la demande de la dette française puisque l'Eurosystème s'insère dans les acheteurs finaux de la dette française.

A - Avec la crise sanitaire, un accroissement très marqué d'achats déjà considérables

Entre 2014 et la crise sanitaire de 2020, les programmes d'achats de titres mis en place par l'Eurosystème se sont répartis en quatre programmes principaux⁵⁶, regroupés sous le nom d'*Asset purchase programme* (APP) et leurs cibles de volumes d'achat ont évolué au cours du temps. Dans le cadre de l'APP, les achats par l'Eurosystème d'obligations souveraines, en plus de ne devoir être réalisés que sur le marché secondaire⁵⁷, sont conditionnés au respect d'un principe dit de « neutralité de marché » qui se traduit de deux façons :

- les achats de titres des différents pays doivent se faire proportionnellement à la participation de ce pays dans le capital de la BCE (cette proportion étant elle-même assez peu différente d'une proportion en PIB), une éventuelle déviation de cette proportion pendant un mois donné devant être rectifiée par la suite ;
- les achats des diverses lignes de titres se font sur un large spectre de maturités (de 1 à 30 ans de maturité résiduelle) afin de ne pas influencer différemment les taux des titres de différentes maturités.

Plutôt que par un renforcement des programmes existants, l'Eurosystème est intervenu face à la crise sanitaire *via* un programme spécifique, le *Pandemic emergency purchase programme* (PEPP), mis en place en mars 2020 avec une enveloppe initiale de 750 Md€. Celle-ci a été augmentée le 4 juin puis le 10 décembre 2020 pour atteindre un total de 1 850 Md€⁵⁸. Les achats nets seront poursuivis jusqu'à fin mars 2022 et les réinvestissements de tombées obligataires, soit les dettes contractées par le passé et arrivant à échéance, au moins jusqu'à fin 2024, mais la vocation du PEPP est d'être temporaire car liée à l'évolution sanitaire.

Deux éléments distinguent notamment le PEPP des programmes de l'APP :

- les volumes achetés sont plus importants que les achats effectués au titre de l'APP. Alors que la cible d'achat de l'APP a évolué entre 20 et 30 Md€ par mois depuis le début de la crise, les achats au titre du PEPP ont dépassé 100 Md€ par mois en avril, mai et juin 2020 et ne sont pas redescendus depuis en dessous de 53 Md€ (point bas de janvier 2021) ;
- la souplesse du PEPP est supérieure aux autres programmes. En effet, si le champ des titres que l'Eurosystème achète *via* ce programme est très proche de ceux couverts par l'APP, la

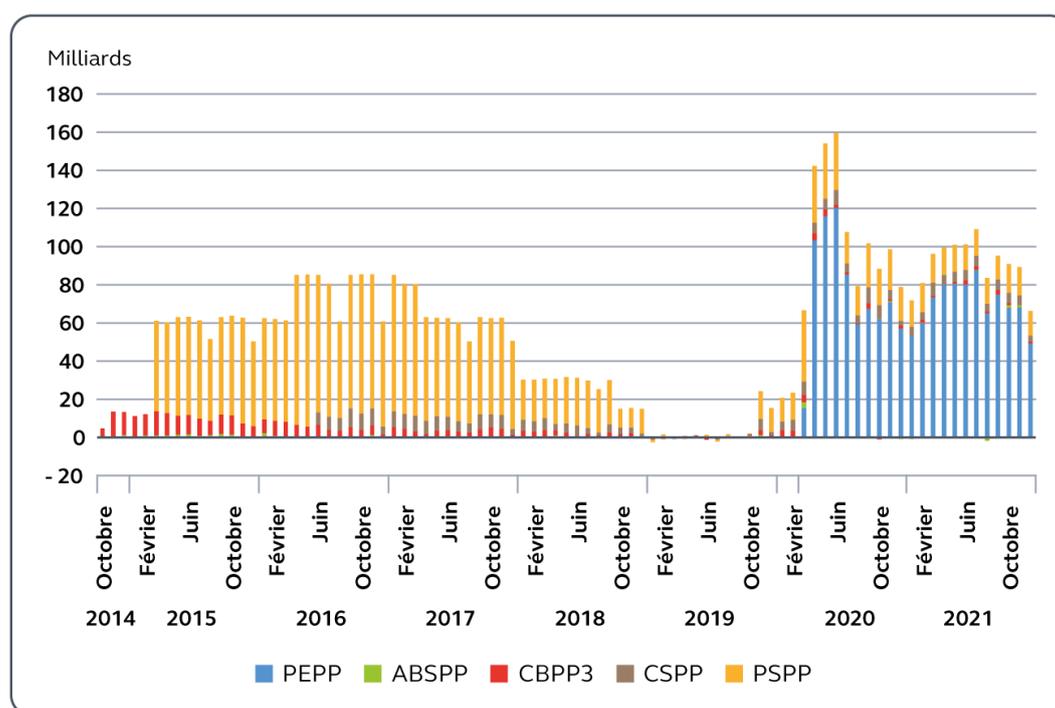
⁵⁶ Un programme d'achat d'obligations sécurisées de banque (CBPP3 – *covered bonds purchase programme*) débuté le 20 octobre 2014, un programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP – *asset-backed securities purchase programme*) qui a commencé le 21 novembre 2014, un programme d'achats de titres du secteur public (PSPP, *public sector purchase programme*) engagé le 9 mars 2015, un programme d'achat d'obligations émises par des entreprises de la zone euro (*corporate sector purchase programme* – CSPP) depuis juin 2016.

⁵⁷ Marché d'occasion des titres qui ont déjà été achetés au moins une fois. En effet, le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne prévoit que l'Eurosystème ne peut pas participer aux émissions primaires mais seulement intervenir sur le marché secondaire.

⁵⁸ En complément de ce programme et en plus du maintien des taux directeurs à un niveau historiquement bas (le taux sur les facilités de dépôt s'établissant en particulier à - 0,5 % depuis septembre 2019), d'autres éléments ont été mis en place : de nouveaux prêts ciblés de long terme ont été proposés, les réglementations prudentielles des banques ont été adaptées, etc.

répartition entre les pays n'est pas soumise à la proportion de chaque pays dans le capital⁵⁹, ce qui laisse plus de latitude aux banques centrales pour soutenir temporairement la dette d'un pays donné, par exemple.

Graphique n° 23 : achats nets des tombées des programmes Eurosystem, octobre 2021



Source : BCE. PEPP = pandemic emergency purchase programme ; CBPP3 = covered bonds purchase programme ; ABSPP = asset-backed securities purchase programme ; PSPP = public sector purchase programme ; CSPP = corporate sector purchase programme.

B - Des conséquences significatives pour la dette française des programmes d'achats de l'Eurosystem

Les volumes achetés au titre de ces programmes sont très importants au regard des volumes émis en 2020 et 2021. Les achats au titre du PEPP représentent ainsi plus de 85 % du total des achats de titres publics français par l'Eurosystem. Les titres français achetés sur le marché secondaire dans le cadre du seul PEPP représentent l'équivalent d'environ 42 % des émissions souveraines françaises de moyen et long termes en 2020 et 48 % en 2021.

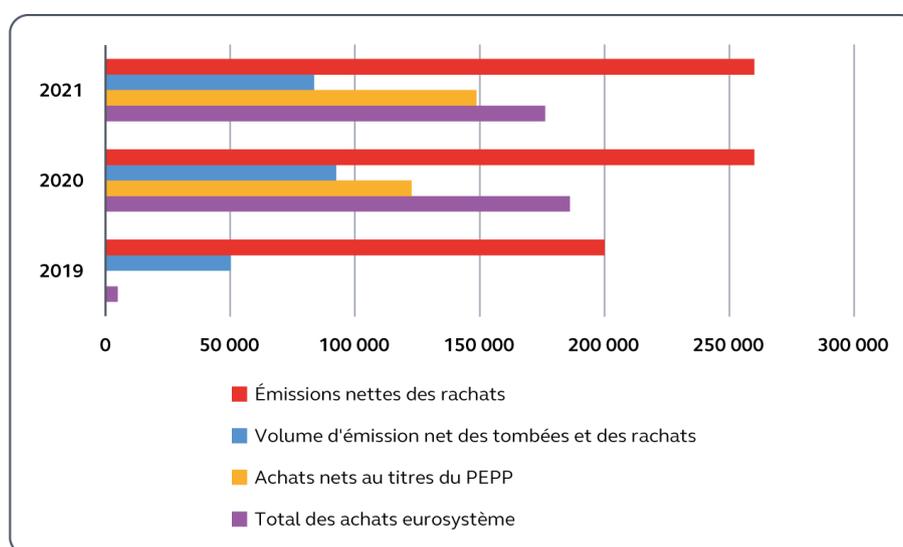
Les volumes de ce programme sont proches voire supérieurs aux volumes émis par l'AFT une fois qu'ont été soustraits les montants arrivant à maturité en 2020 et 2021. L'AFT a émis 260 Md€ de titres de moyen et long termes en 2020⁶⁰. D'autres émissions antérieures sont en parallèle arrivées à maturité en 2020, pour 170 Md€ environ. L'AFT a émis des titres pour les

⁵⁹ Pour les autres programmes, les achats sont répartis entre pays selon leur répartition dans le capital de la BCE sans souplesse additionnelle.

⁶⁰ Montant net des rachats effectués par l'agence. Les émissions brutes se sont élevées à 289,5 Md€.

rembourser et elle les a complétés par un montant d'émissions additionnelles de 90 Md€, notamment pour financer le déficit budgétaire. Or, en parallèle, le seul programme PEPP (en orange dans le graphique suivant) a permis d'acheter plus de 120 Md€ de dette française sur le marché secondaire, soit un volume supérieur aux 90 Md€ additionnels. Tenant compte des autres programmes d'achats, les volumes totaux d'achat par l'Eurosystème (en mauve) de dette française peuvent être évalués à environ 185 Md€ pour 2020, soit plus que le déficit budgétaire à financer (178,1 Md€ en 2020) et l'équivalent d'environ 70 % des émissions nettes des rachats sur la dette française.

Graphique n° 24 : programmes d'achats et volumes d'émissions de moyen et long termes, novembre 2021



Source : BCE, AFT.

L'influence des achats de l'Eurosystème sur le coût de la dette est difficilement dissociable de celle d'autres facteurs qui ont pu affecter les conditions de taux dans la zone euro depuis 2015, l'évolution de la situation macroéconomique par exemple. Il n'en reste pas moins que ces programmes ont eu des conséquences majeures sur les taux. La Banque centrale européenne estime par exemple que les programmes d'achats d'actifs ont contribué à réduire la prime de terme à 10 ans (et donc le niveau de taux) jusqu'à près de 180 points de base⁶¹ pour une obligation souveraine synthétique regroupant l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie⁶². Si Les estimations de la BCE ont été faites pour des titres ayant une maturité de 10 ans, ce mouvement est visible sur l'ensemble des maturités. S'agissant de la France, le taux à 10 ans se situait en moyenne à 1,7 % en 2014, avant la mise en œuvre des programmes ; il est désormais proche de 0,20 %, après sa légère remontée récente.

⁶¹ 1,8 %.

⁶² Discours d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la Banque Centrale Européenne, dans le cadre du *Bond market contact group* « *The monetary policy non-puzzle in bond markets* », septembre 2021.

En parallèle, d'après l'AFT, la circulation de la dette⁶³ s'est réduite. La part flottante de la dette française serait ainsi passée de près de 50 % du stock de dette au cours de la décennie 2000 à un peu plus de 35 % aujourd'hui. Malgré cela, la dette française continue de faire partie des dettes les plus liquides⁶⁴ de la zone euro et la perception des titres français en matière de liquidité reste bonne. Le cabinet d'études indépendant IEM Finance réalise périodiquement auprès des clients finaux de la dette française une étude, dont les résultats ont été publiés par l'AFT, incorporant un volet sur les qualités du marché. Il en ressort que la liquidité des OAT est jugée satisfaisante à près de 99 % en novembre 2021. De plus, l'écart entre les prix à l'achat et à la vente d'une OAT, qui est plus large lorsque la liquidité se réduit, ne montre pas de détérioration depuis la mise en œuvre du PEPP.

En menant ces programmes d'achats de très grande ampleur, l'Eurosystème s'est affirmé comme un acheteur important de la dette souveraine française sur le marché secondaire. Sa présence a donc modifié le paysage de la demande pour les titres de dette.

C - Une base d'investisseurs diversifiée reflétant ces évolutions de contexte

En dehors de l'Eurosystème, la dette française est détenue par une grande diversité d'investisseurs, que ce soit par leur nature (assurances, banques, *hedge funds* etc.) ou par leur origine géographique. Au troisième trimestre 2021, selon les données de la Banque de France, les investisseurs non-résidents détenaient 48,8 % de la dette négociable de l'État⁶⁵, cette proportion étant en baisse depuis 2017 (55%). Sur les 51,2 % de dette négociable détenue par des investisseurs français, les compagnies d'assurances sont prépondérantes, avec 15,90 %, et les établissements de crédit avec 6,20 %.

La proportion des non-résidents dans la détention de la dette française est passée de 65 % environ en 2015 à la moitié environ aujourd'hui, principalement du fait des programmes d'achat de l'Eurosystème. En effet, la part française de ces achats est menée par la Banque de France qui achète la majorité des titres français et vient donc renforcer la part de détention nationale.

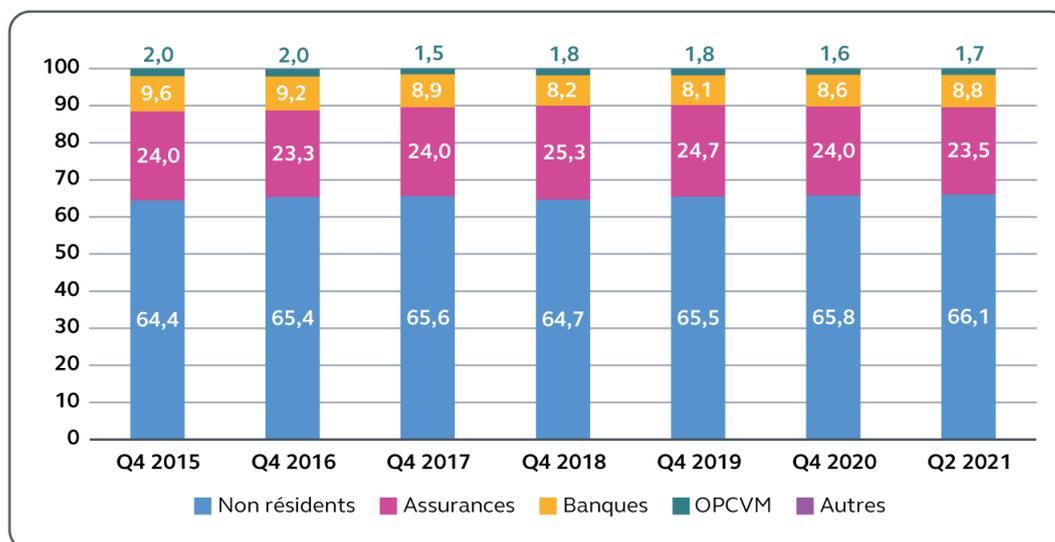
Toutefois, une fois retirés les encours détenus par la Banque de France, la proportion des différentes catégories d'investisseurs reste relativement stable : les non-résidents détiennent environ 65 % des OAT depuis 2017, les assureurs autour de 22 % et les banques autour de 8 %.

⁶³ Mesurée en soustrayant les détentions des banques centrales résidentes et non-résidentes au stock de dette total.

⁶⁴ La liquidité d'un titre se traduit par la capacité à trouver facilement un acheteur ou un vendeur pour ce titre à un prix proche du prix de marché.

⁶⁵ Source : bulletin mensuel de l'AFT, janvier 2022.

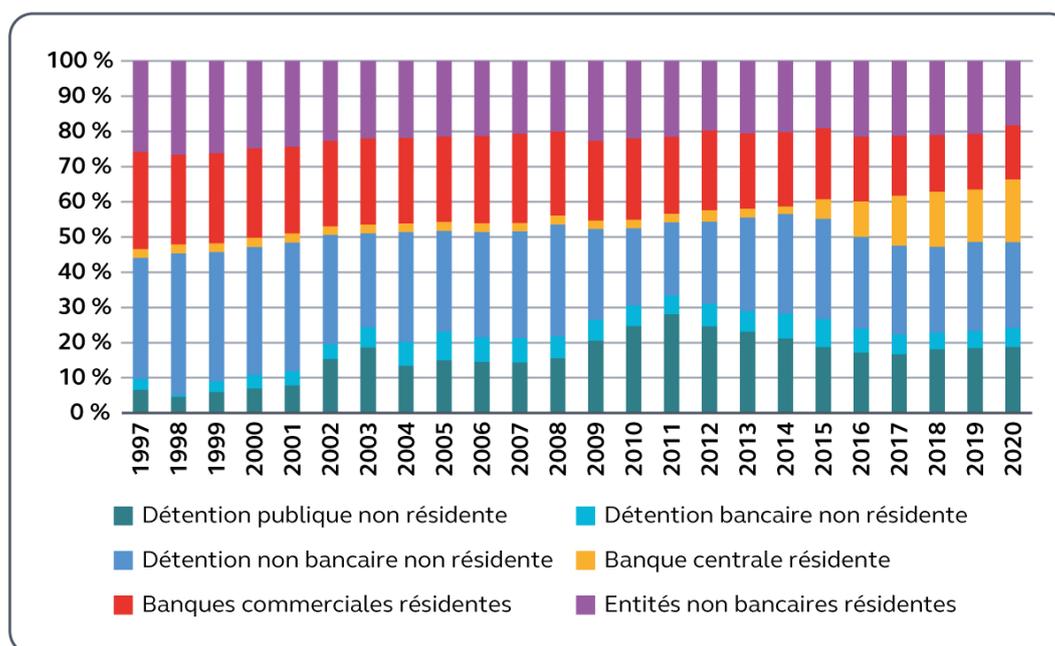
Graphique n° 25 : structure de détention des OAT, retraitée des achats de la Banque de France pour l'Eurosystème



Source : Banque de France, AFT

Les données rassemblées par le FMI⁶⁶ permettent d'avoir une vue un peu plus précise de la détention de dette publique française (plus largement que les seuls titres d'État). Selon les dernières données publiées portant sur fin 2020, le secteur public non-résident (banques centrales étrangères, fonds souverains, etc.) détiendrait 18 % de la dette publique française, le secteur bancaire non-résident 5 % et le secteur non-bancaire non-résident (gestionnaires, assurances, etc.) 25%.

⁶⁶ FMI, "Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies", 2021.

Graphique n° 26 : structure de détention de la dette publique française

Source : FMI, sur l'ensemble de la dette publique

L'intérêt d'avoir une base d'investisseurs diversifiée tant en type d'investisseurs qu'en origine géographique est qu'elle peut s'ajuster en fonction des évolutions de marché. En période de crise par exemple, les investisseurs nationaux sont souvent plus présents que les investisseurs internationaux. Ne pas avoir saturé auparavant la demande des investisseurs français permet de les solliciter davantage pendant ce type de période.

Ces programmes d'achat de l'Eurosystème ont donc eu des conséquences fortes en termes de mouvement de taux pour la dette française. Or, ils ont vocation à être temporaires et, étant donnés les volumes importants qu'ils représentent, les modalités de leur extinction seront un enjeu pour l'AFT.

D - Un scénario graduel de remontée des taux à envisager, une différenciation possible en fonction des trajectoires de finances publiques

La normalisation des programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème était anticipée, selon le sondage des analystes monétaires de la BCE, à un horizon de mars 2022 s'agissant du PEPP et de 2023 s'agissant du PSPP. Lors de sa réunion des gouverneurs le 3 février 2022, la BCE a confirmé ces anticipations. D'une part, les achats nets d'actifs au titre du PEPP s'effectuent au premier trimestre 2022 à un rythme inférieur à celui du dernier trimestre de 2021 face à la remontée de l'inflation. D'autre part, les achats nets d'actifs au titre du PEPP seront interrompus comme initialement prévu fin mars 2022. L'évolution de la situation sanitaire peut néanmoins contrarier ces anticipations.

L'expérience de normalisation des achats de l'Eurosystème observée sur l'APP sur la période 2017-2019 constitue un exemple intéressant sur la façon dont la sortie des programmes d'achat peut influencer les taux. La BCE avait alors communiqué de façon prospective sur les

évolutions à venir pour stabiliser les anticipations des participants et donc limiter les mouvements brusques de marché. Il était également apparu qu'en plus du rythme des achats, l'encours de titres achetés par l'Eurosystème avait eu une influence sur le rythme de remontée des taux, un encours élevé favorisant une remontée progressive des niveaux. La perspective d'un redressement graduel des niveaux de taux est donc conditionnée à ce que le phénomène observé en 2017-2019 se reproduise lors du retrait à venir du PEPP et des autres programmes.

De plus, si les niveaux très bas des taux liés aux mesures non conventionnelles ont entraîné un moindre attrait du marché obligataire pour certains investisseurs en recherche de rendement, une remontée des taux pourrait venir renforcer la demande de ces investisseurs sur la dette française. La fragilisation de la demande par le retrait de l'Eurosystème pourrait donc être partiellement comblée par ce phénomène.

Dans ce contexte, l'AFT indique que l'effet des programmes d'achats de l'Eurosystème est « pris en compte » dans la politique d'émissions suivie par l'agence, puisqu'elle répond aux évolutions de demandes liées à ces programmes (réémission de souches anciennes par exemple). De plus, chaque année, au moment du programme indicatif de financement et dans ses relations avec les investisseurs, l'AFT prévoit ses émissions nettes des rachats de l'Eurosystème et les compare à celles de ses pairs. Cependant, au-delà de ces comparaisons qui peuvent aider à une compréhension globale des dynamiques, l'agence ne dispose pas, à la connaissance de la Cour, d'éléments matérialisant une analyse prospective des implications potentielles de la politique monétaire, et notamment des programmes d'achats d'actifs publics, sur la stratégie d'émissions.

Enfin, le poids des achats de l'Eurosystème a également, selon les participants de marché, contribué à minimiser les écarts de taux entre les différents pays⁶⁷. Il n'est dès lors pas impossible que les niveaux de taux se différencient à nouveau avec le retrait progressif de l'Eurosystème, notamment sur les parties longues des courbes, en fonction de la perception des différents crédits souverains et des trajectoires de finances publiques.

II - L'émergence d'une dette européenne proche de la dette française, une concurrence entre émetteurs pour le moment bien absorbée par les marchés

La dette de l'Union européenne, dont l'essor est lié à la crise sanitaire, est proche de la dette française à la fois en termes de perception de marché, et donc de risque et de prix, mais également en termes de modalités opérationnelles d'émissions avec la mise en place d'un système d'adjudications. Cette proximité en fait une concurrente possible pour la dette française et renforce la nécessité pour l'AFT de bien communiquer sur la dette française afin de favoriser l'achat de celle-ci par les investisseurs.

⁶⁷ La réactivation des programmes d'achat en 2019 a contribué à un resserrement du différentiel de taux entre l'Italie et l'Allemagne de plus de 100 points de base sur les titres à 10 ans. Le mouvement est visible dans les autres pays puisque le resserrement a été de 50 à 60 points de base en Espagne ou au Portugal, toujours sur les taux à 10 ans. Les différentiels se sont à nouveau accrus au début de la crise sanitaire mais l'ampleur du mouvement occasionné par la mise en place du PEPP est du même ordre de grandeur – quoi que bien plus rapide – que celui observé en 2019.

A - Un émetteur européen dont la place s'est nettement renforcée avec la crise sanitaire

La Commission européenne est l'émetteur pour le compte de l'Union européenne. Elle réalisait déjà des opérations sur les marchés pour le financement de trois programmes⁶⁸ en lien avec la crise financière. En réponse à la crise sanitaire, le programme Sure (*Support to mitigate unemployment risks in an emergency*), mis en place en 2020, finance, jusqu'à 100 Md€, les dispositifs relatifs à l'aide à l'emploi face à la crise des pays de l'Union européenne. 90 Md€ ont pour le moment été levés via 7 opérations. Ces émissions ont permis d'accroître le niveau de liquidité des titres européens et de donner des taux de référence de l'émetteur européen pour des maturités de titres plus variées.

Le plan de financement de *Next Generation EU*, annoncé le 14 avril 2021, représente un changement d'échelle. En effet, les volumes sont considérablement accrus puisque 800 Md€, soit un niveau comparable à celui de la dette à moyen et long termes de l'Espagne, seront émis entre mi-2021 et 2026. 73,5 Md€ ont été émis à moyen et long termes en 2021⁶⁹. Environ 150 Md€ devraient ensuite être émis chaque année, pour des maturités maximales allant jusqu'en 2058. Ces émissions annuelles représentent des montants significatifs, notamment lorsqu'ils sont comparés aux émissions annuelles à moyen et long termes de l'AFT (260 Md€ en 2021).

Alors que les opérations de l'émetteur européen étaient jusque-là réalisées par syndication, un système d'adjudications a été mis en place à l'automne 2021, fixant les adjudications de moyen et long termes tous le 4^{ème} lundi matin de chaque mois, annoncées le mercredi précédent. Ce calendrier n'interfère pas avec celui des adjudications de l'AFT. La participation de la Commission européenne au sous-comité du Comité économique et financier spécialisé sur la dette souveraine (sous-groupe ESDM - *Economic and Financial Committee's Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets*) a en effet permis l'élaboration d'un calendrier d'adjudications européennes qui s'insère correctement dans le dispositif existant. D'autre part, des échanges informels entre émetteurs et une démarche croissante de transparence de la part de la Commission permettent d'éviter les chevauchements de calendriers d'émissions.

B - Une concurrence potentielle pour la dette française

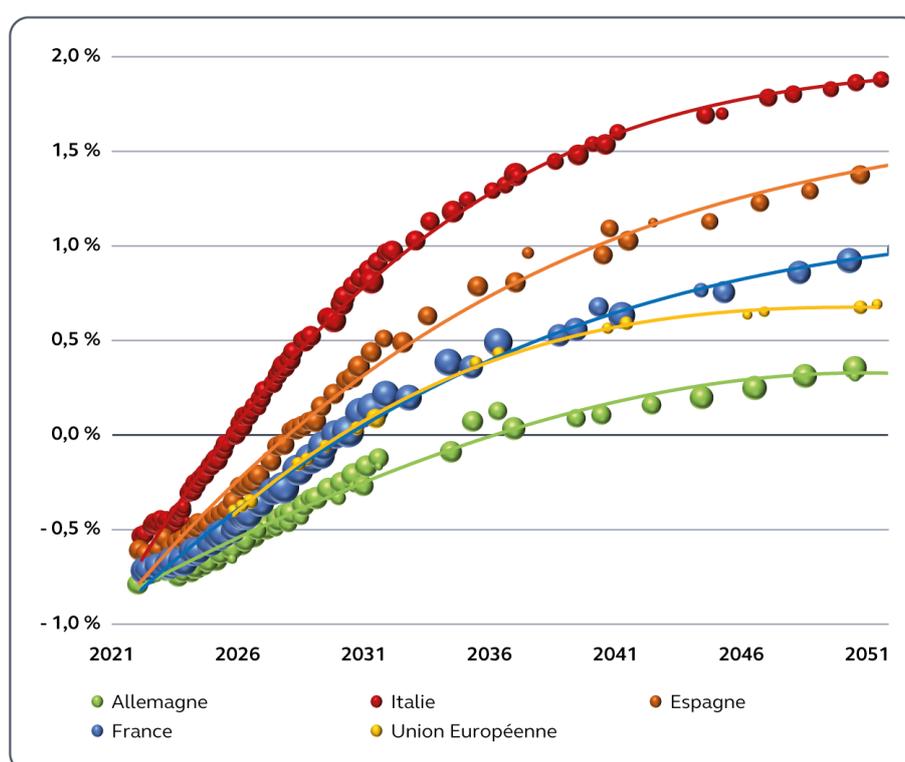
Sur le marché, les niveaux des taux français et européens sont proches. La France est en effet considérée par le marché comme un pays dit « semi-cœur », c'est-à-dire de qualité intermédiaire entre l'Allemagne et les pays dits « périphériques » (Italie, Espagne, Portugal). Or, l'Union européenne, comme agrégation de ces différents pays, porte un risque estimé par le marché comme proche de celui de la France.

⁶⁸ Deux programmes relatifs aux balances des paiements de différents pays et le *European Financial Stabilisation Mechanism* (EFSM) qui venait assister tout pays rencontrant de sévères difficultés financières, avant la mise en place du Mécanisme européen de stabilité (*European stability mechanism* – ESM, 2012). Le total des émissions au titre de ces différents programmes est inférieur à 100 Md€.

⁶⁹ Une émission de 12 M€ a été réalisée début 2022.

Le graphique ci-dessous fait apparaître les taux des quatre principaux émetteurs souverains ainsi que ceux de la Commission européenne. Il fait également apparaître les tailles des émissions actuelles (proportionnelle à la taille de chaque cercle représentant une maturité). Pour les maturités les plus courtes, la différence de liquidité entre les dettes française et européenne joue en faveur de la dette française, plus liquide, malgré la meilleure notation de l'Union européenne⁷⁰. En revanche, pour les maturités longues, la qualité du crédit devient prépondérante sur la liquidité, ce qui se traduit par un écart de taux en faveur de l'Union européenne.

Graphique n° 27 : volumes d'émissions et taux, Novembre 2021



Source : AFT

Note de lecture : la courbe retrace le niveau des taux et la taille des cercles représente le volume d'émission pour chaque maturité de titre

D'un point de vue opérationnel, la mise en place d'un système d'adjudication par l'Union Européenne est également un changement important dans la mesure où elle rapproche la dette européenne de la dette française non plus seulement en termes de perception du risque (et donc de prix de marché) mais également en termes de fonctionnement opérationnel, tendant ainsi à faire de la dette européenne une alternative à la dette française.

⁷⁰ L'Union Européenne est notée AAA chez Fitch, Moody's, DBRS et Scope et AA avec une perspective positive chez Standard & Poor's. La France est notée AA chez S&P, DBRS et Fitch et l'équivalent Aa2 chez Moody's.

La proximité de la dette française et de la dette européenne peut constituer une concurrence potentielle si les émissions européennes devaient se poursuivre au-delà du financement du plan de relance européen, ce qui est, à ce stade, exclu.

Enfin, l'effet de concurrence pourrait également se faire sentir sur l'essor actuel des obligations souveraines et supranationales vertes, cette tendance étant largement suivie et accompagnée par l'AFT (cf. *supra*). Au sein de la cible d'émissions liée au programme *Next Generation UE*, la Commission européenne prévoit en effet d'émettre 250 Md€ de titres verts, en faisant le principal émetteur souverain ou quasi-souverain sur le marché en termes de volumes. Sur ce segment de marché, l'AFT pourrait donc également avoir à faire face à une concurrence accrue, venant de l'émetteur européen.

En termes de perception de marché, de modalités opérationnelles et d'appétence pour les titres verts, l'émetteur européen se rapproche donc de la dette française. Les volumes importants liés au programme *Next Generation EU* seront émis d'ici 2026. Les programmes d'achats d'actifs, et notamment le PEPP, représenteront donc une demande pour ces titres, au moins sur une partie de leur période d'émission. Ces considérations sont à prendre en compte dans le débat sur la mise en place éventuelle de nouveaux programmes d'envergure pour faire face à la crise.

C - Une relation à maintenir avec les investisseurs pour favoriser l'achat de la dette française

Le volume d'échange des titres de dette française sur le marché secondaire, entre investisseurs, atteint en moyenne 15 Md€ par jour ouvré. L'AFT dispose d'un volume important de données sur le marché secondaire qui lui sont transmises mensuellement par les SVT et lui permettent de bien comprendre les dynamiques de sa base d'investisseurs. Il ne s'agit que des flux dans lesquels interviennent les SVT mais ces banques sont les plus actives sur la dette française ; l'AFT estime que ces données représentent environ 80% des volumes effectivement traités.

L'AFT peut donc agréger ces données pour analyser quels sont les SVT les plus actifs dans une zone géographique donnée ou envers une catégorie donnée d'investisseurs finaux. Cette analyse lui permet ensuite de prévoir ses rencontres avec les investisseurs qu'elle souhaite rencontrer en priorité et de choisir de façon pertinente les SVT qui l'accompagneront. En 2019, l'AFT a ainsi effectué 19 déplacements dans 18 pays pour promouvoir les valeurs du Trésor et le crédit de la France. Ces « *roadshows* », complétés par de nombreux échanges en France, permettent de présenter la stratégie d'émission de l'État et les atouts techniques de la dette française. 157 investisseurs ont ainsi été rencontrés. Plus largement, c'est aussi l'occasion pour l'agence de mieux faire comprendre la situation des économies française et européenne, de présenter les choix politiques et les réformes engagées. Inversement, l'AFT peut y recueillir le point de vue des investisseurs sur la France et le marché de la dette.

En 2020 l'AFT a continué ces échanges directs en visioconférence, malgré la crise sanitaire et le temps pris par la gestion des conséquences opérationnelles de cette crise. L'agence a par exemple mené à l'automne 2020 un « *roadshow* » virtuel avec des fonds de pension néerlandais à la suite de la réforme affectant ces derniers afin de mieux comprendre les

conséquences que ce type de réforme peut avoir sur les maturités demandées par cette catégorie d'acteurs sur la courbe française.

L'AFT entretient également des contacts avec les investisseurs *via* les conférences de présentation du programme annuel de financement et les séances de questions qui s'en suivent ainsi que de façon bilatérale, dans le cadre d'échanges techniques de vues de marché avec certains investisseurs.

L'utilisation du dialogue avec les investisseurs à des fins opérationnelles

Lors des syndications, l'AFT a connaissance des donneurs d'ordres et oriente, si elle le souhaite, son allocation finale vers certains investisseurs. À titre d'exemple, lors de la syndication de l'OAT⁷¹ à 50 ans du 19 janvier 2021, sur les 7 Md€ alloués, 5,67 Md€ l'ont été à des investisseurs considérés *a priori* comme stables (gestionnaires d'actifs, assureurs, fonds de pension, institutions publiques), près de 850 M€ à des banques et 490 M€ à des *hedge funds* (gestion alternative). Le livre d'ordres, récapitulant les demandes des investisseurs, se montait à 75 Md€ à la clôture de l'opération. L'écart entre ces 75 Md€ de demande et les 7 Md€ finalement émis mérite d'être analysé.

La gestion alternative (*hedge funds*), réputée plus volatile⁷², peut parfois représenter la majorité de la demande pour les syndications. Or, dans ses allocations de syndications, l'AFT cherche, de façon assumée et comme le font les autres émetteurs souverains⁷³, à privilégier les détenteurs de long terme, moins volatiles, pour contribuer à limiter les mouvements de marchés brusques sur la dette française. En conséquence, les volumes servis aux *hedge funds* lors des syndications sont, de façon constante, très inférieurs à la demande de ces derniers.

Cette articulation a créé un phénomène de spirale : les *hedge funds*, qui se savent très peu servis, ont tendance à soumettre des ordres beaucoup plus importants que leurs intérêts réels pour obtenir *in fine* un peu plus de volume. Ce phénomène est ensuite auto-entretenu, puisque l'AFT a conscience du côté disproportionné des ordres de la gestion alternative et continue en conséquence à leur appliquer un pourcentage de volume servi faible⁷⁴.

⁷¹ OAT 0,50 % 25 mai 2072.

⁷² Du fait notamment de sa logique d'arbitrage et son recours important à l'effet de levier. En effet, un *hedge fund* peut placer un ordre d'1 Md€ en ne mobilisant par exemple que 200 M€ sur ses actifs, le reste du numéraire nécessaire étant prêté par une banque d'investissement contre les titres achetés, placés en collatéral. En revanche, si la valeur des titres placés en collatéral baisse, la banque va demander une compensation au *hedge fund*, qui dans ce cas, peut être amené à vendre très rapidement les titres en question pour rembourser la banque - puisqu'il ne dispose pas forcément à son bilan d'autres actifs lui permettant de faire face à la demande de la banque - amplifiant au passage la baisse de valeur du titre.

⁷³ Bulletin mensuel de janvier 2021 : « *Les investisseurs de long terme ont été privilégiés sur cette transaction* ».

⁷⁴ Bulletin mensuel de janvier 2021 « *le volume du livre d'ordres reflète aussi l'inflation, observée depuis plusieurs années mais accélérant au cours des derniers mois, du montant des ordres de certains investisseurs en anticipation de leur forte dilution lors de l'allocation* ».

Cette spirale soulève toutefois deux problématiques pour l'agence. La première est une problématique d'exécution. En effet, le surplus de demande représente pour l'AFT un risque d'exécution car il lui est difficile, face à un livre d'ordres très important et très volatil, d'ajuster son prix en cours d'opération, comme c'est la pratique dans les syndications. En janvier 2021, face à un livre d'ordres atteignant 130 Md€, une autre agence de dette souveraine de la zone euro a ajusté fortement son prix et plusieurs dizaines de milliards d'euros d'ordres ont été retirés en quelques minutes. Si la demande finale a été finalement suffisante, les risques d'image et d'exécution face à de tels mouvements de marché sont réels et peuvent obliger les agences à rester prudente sur le prix des syndications suivantes. La seconde problématique relève de l'affichage et la communication : selon l'agence, ce phénomène circulaire, qui n'est donc pas propre à la France, limite la lisibilité des chiffres finaux en donnant l'impression qu'elle pourrait émettre plus lors de ces syndications, sans prendre en compte le caractère réel de la demande.

L'AFT a en conséquence cherché à minimiser cet effet de spirale lors de la syndication suivante, celle de l'OAT verte 2044 du 16 mars 2021. Elle est pour cela passée par les SVT chefs de file de l'opération pour faire comprendre à la catégorie de la gestion alternative que les ordres jugés excessifs seraient moins bien servis que les autres lors de l'allocation finale. La conséquence a été visible dans le livre d'ordres, les demandes émanant des *hedge funds* ayant connu une baisse notable.

Si cette tendance a été confirmée lors du lancement de l'OAT 0,75 % 25 mai 2053 le 6 juillet 2021, la demande des *hedge funds* s'est maintenue à un niveau relativement élevé, suggérant des limites à l'exercice initié par l'AFT.

CONCLUSION

La crise sanitaire a eu des conséquences très importantes non seulement sur les volumes que l'AFT doit émettre mais également sur l'environnement dans lequel l'agence doit travailler. Si les montants des programmes d'achats de l'Eurosystème permettent de soutenir la demande pour les titres d'États sur le marché secondaire, ils ont modifié les dynamiques de demande pour la dette française puisque les taux bas qu'ils ont entraîné ont limité la demande de la part des investisseurs en quête de rendement. L'extinction de ces programmes sera un enjeu important pour la dette publique française dans les prochaines années. L'AFT indique prendre en compte cette perspective en l'intégrant dans les scénarios de taux utilisés en loi de finances ou dans les communications effectuées auprès des investisseurs et en se comparant, si elle le peut, aux autres agences de dette. Il n'en demeure pas moins que les productions qu'elle communique en ce sens sont limitées.

La crise sanitaire a également eu pour effet de renforcer la présence de l'émetteur européen qui devrait émettre des volumes substantiels d'ici 2026 pour financer les dispositifs de soutien à la crise. Les titres émis par l'Union européenne sont proches de la dette française mais l'effet de concurrence apparaît pour le moment minime dans la mesure où il n'entraîne pas de diminution de la demande sur les titres français. Pour autant, il vient rappeler que la base d'investisseurs doit faire l'objet d'un entretien régulier de la part de l'agence afin de soutenir la demande de la dette française.

L'AFT doit donc s'adapter en continu à un environnement de marché par nature mouvant et dont l'évolution a été accélérée par les conséquences de la crise sanitaire.

Chapitre IV

Le rôle de l’AFT dans la sphère des émetteurs publics, une portée à préciser

Sur la dernière décennie, les enjeux d’accès au marché des émetteurs publics se sont renforcés dans un contexte de volumes accrus de dette à émettre (cf. Chapitre 1). De plus, certains nouveaux émetteurs ont émergé, comme l’Agence France locale en 2013⁷⁵ ou la Société du Grand Paris en 2018. D’autres émetteurs ont vu leur durée de vie s’allonger du fait de la crise sanitaire, comme la Cades, dont l’extinction est maintenant programmée en 2033 ou leur dette reprise partiellement par l’État comme la SNCF.

Au sein de cet environnement en mouvement, le rôle de l’AFT s’est progressivement élargi, au-delà de sa mission principale de gestion de la dette de l’État et en fonction des circonstances extérieures, comme la crise sanitaire. Toutefois, la portée exacte à donner au périmètre d’action de l’agence résulte plus des circonstances que d’un cadre d’action antérieurement défini.

I - Des niveaux d’intervention variés auprès des autres émetteurs publics, allant de l’échange d’informations à l’intégration opérationnelle

Plusieurs niveaux de rapprochement se sont développés entre les émetteurs publics, dans lequel le niveau d’engagement et d’investissement de l’agence est allé en s’accroissant : un effort de coordination principalement par l’échange d’informations ; des missions d’assistance technique mobilisant certaines ressources, notamment humaines, de façon partielle et temporaire ; des conventions de mandat permettant d’intégrer opérationnellement d’autres émetteurs au sein de l’agence comme cela a été le cas pour la Cades.

A - La coordination des émetteurs publics réalisée sous l’égide de l’AFT

Les émetteurs publics sont hétérogènes, du point de vue des volumes et des produits émis comme de la culture et de la gouvernance mais ils ont une problématique commune d’accès

⁷⁵ Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de régulation et de séparation des activités bancaires.

fluide au marché de la dette. De plus, l'ensemble de leurs opérations est à prendre en compte car chacune d'entre elles a une incidence sur l'appréciation par les marchés du « risque France ». Cette incidence est au moins indirecte, en termes d'image, mais peut aussi être immédiate, en cas par exemple de collision de calendrier avec les émissions de l'AFT.

Le calendrier des adjudications de l'AFT est connu par les participants de marché et des autres émetteurs publics mais les syndications de l'agence ne le sont pas. Or, une syndication de l'AFT reste un événement de marché scruté par les investisseurs et la courbe française, déterminée par les opérations de l'agence, contribue à construire l'ensemble des courbes de taux des taux publics. Un émetteur public non souverain aura donc un intérêt certain à avoir connaissance d'une syndication de l'AFT s'il cherche lui-même à émettre puisque cette opération risque d'entraîner un ajustement de sa propre courbe. Inversement, les syndications des autres émetteurs publics⁷⁶ ne sont pas connues de l'AFT si ces émetteurs ne préviennent pas l'agence. Or, comme les autres entités émettent avec un différentiel par rapport à la dette française pour un risque de crédit finalement proche, elles peuvent être prioritairement choisies par les investisseurs en quête d'un surplus de rendement. Cet enjeu de coordination des calendriers est d'autant plus prégnant dans un contexte général d'augmentation des niveaux de dette et de la fréquence des appels au marché.

En raison de son statut d'émetteur public principal, c'est par l'AFT que passent, *de facto*, les échanges d'information et les efforts de coordination. Elle organise ainsi depuis 2014 une réunion avec les représentants de ces entités en fin d'année. Cette réunion annuelle a pour objectif la coordination entre les émetteurs publics, le suivi de leurs programmes d'émission de dettes, les caractéristiques de ces dettes (maturités, devises, banques du syndicat) et leurs stratégies de financement. Elle regroupe environ 13 acteurs qui correspondent approximativement aux principaux émetteurs du secteur public⁷⁷. L'agence a aussi en parallèle développé des canaux d'échanges bilatéraux avec certains émetteurs publics afin par exemple, d'obtenir plus de détails sur leur programme d'émissions.

La coordination établie sous l'égide de l'AFT est une forme souple d'échanges, chacun gardant son autonomie opérationnelle. Elle a été complétée par des missions temporaires apportant une assistance de nature technique à d'autres émetteurs, notamment en contexte de crise.

B - L'AFT en assistance technique pour d'autres émetteurs publics, l'exemple du soutien à l'Acoss

En plus des efforts de coordination, l'agence a été sollicitée pour différents types d'interventions auprès d'autres entités publiques, dont l'ampleur s'accroît dans un contexte d'augmentation généralisée des dettes et des difficultés générées par la crise sanitaire.

⁷⁶ Seule l'AFT opère des adjudications, opérations qui sont l'apanage des dettes plus fournies et plus liquides.

⁷⁷ Crédit immobilier de France, AFD, AFL, Cades, CDC, Dexia, BPI France, Sfil, SGP, SNCF, Unédic, notamment.

1 - Un précédent à l'intervention de l'AFT auprès de l'Acoss en 2010

L'AFT était déjà intervenue en 2010 pour aider l'Acoss. En effet, la crise des marchés financiers à l'automne 2008 ayant eu pour effet de renchérir ses propres conditions de refinancement, la Caisse des dépôts et consignations, financeur historique de l'Acoss, avait alors demandé une modification de ses conditions d'intervention vis-à-vis de cette dernière, en cherchant à limiter ses engagements. Or, la couverture du besoin de financement de l'Acoss était incomplète pour 2010 et l'accord finalement trouvé avec la CDC ne résolvait que partiellement le problème.

L'Acoss étant déjà très présente sur le marché des billets de trésorerie⁷⁸, il avait été décidé de solliciter le marché européen des titres de créance négociables (« *euro commercial papers* », ECP). Bénéficiant d'une longue pratique des marchés obligataires et monétaires et des contacts avec les investisseurs, l'AFT avait alors été chargée d'émettre les ECP pour le compte de l'Acoss, dans le cadre d'un mandat de deux ans. L'AFT avait finalement émis 7,1 Md€ d'ECP en 2010 et de l'ordre de 12 Md€ en 2011⁷⁹.

Durant l'été 2010, l'Acoss avait également demandé le soutien de l'AFT et de la Cades, qui avaient alors acquis des billets de trésorerie pour des montants compris entre 1 et 4 Md€, dans l'attente de la mise en œuvre du programme d'ECP, véritablement opérationnel à partir de septembre 2010, et de la reprise de dette de l'Acoss par la Cades en 2011.

2 - Au pic de la crise sanitaire, l'intervention de l'AFT pour mobiliser les SVT au bénéfice de l'Acoss

Face à la crise sanitaire, les besoins massifs de trésorerie de l'Acoss ont conduit à relever deux fois son plafond des ressources non permanentes en 2020, fixé à 39 Md€ par la loi de financement de la sécurité sociale (LFSS) pour 2020 : le 25 mars à 70 Md€, puis le 20 mai à 95 Md€⁸⁰. Alors que l'Acoss devait financer à court terme une dette déjà élevée fin 2019 (de plus de 20 Md€), du fait de l'accumulation de déficits sans solution d'amortissement, la dégradation rapide de sa trésorerie à partir de la mi-mars l'a contrainte à diversifier très rapidement ses modalités de financement alors que, en application du code de la sécurité sociale⁸¹, elle ne pouvait émettre des titres de dette de maturité supérieure à 12 mois.

Elle a d'abord recherché des financements complémentaires auprès de la Caisse des dépôts et consignations dans le cadre de la convention liant les deux organismes : dès le 31 mars, l'Acoss a contracté auprès de la CDC un prêt de 7,3 Md€ dans le cadre de la convention de 2020 qui mentionne un montant global annuel ne devant pas excéder 11 Md€. Un prêt supplémentaire de 10 Md€, hors convention, a été conclu le 6 avril.

En parallèle, malgré l'atonie des marchés au début de la crise sanitaire, l'Acoss est parvenue à maintenir ses financements de marché au printemps et à partir de fin mai,

⁷⁸ Remplacés par les *Negotiable European Commercial Papers* (dits NEU - CP) depuis 2016.

⁷⁹ Source : rapports d'activités de l'Acoss 2010 et 2011.

⁸⁰ Décret n° 2020-327 du 25 mars 2020 portant relèvement du plafond des avances de trésorerie au régime général de sécurité sociale et décret n° 2020-603 du 20 mai 2020 portant relèvement du plafond du recours aux ressources non permanentes des régimes obligatoires de base de sécurité sociale.

⁸¹ Article L. 139-3.

l'amélioration de la situation sur les marchés lui a permis d'augmenter le montant des fonds levés sur les marchés et sur des maturités plus longues.

Sur la période intermédiaire, entre mi-mars et fin juin, face à la nécessité d'émettre des titres supplémentaires, l'AFT s'est chargée de mobiliser des banques, majoritairement SVT (y compris des SVT internationaux) pour que ces derniers participent au financement de l'Acoss, *via* une souscription à des volumes supplémentaires de titres courts, sous des formes déjà existantes (à près de 97 % en moyenne annuelle sous forme de *NeuCP* et autour de 3% en ECP). Le travail d'explication et de conviction mené par l'agence a abouti à ce que les établissements bancaires⁸² donnent leur accord pour un montant global de prêts de 30 Md€. L'Acoss n'a finalement eu besoin de mobiliser que 24 Md€ sur ce total. En moyenne sur l'année, et seulement sur ces prêts supplémentaires obtenus hors marché, 72 % des volumes ont été prêtés par les SVT français, 12 % par les SVT internationaux et 16 % par des banques françaises non SVT⁸³.

L'AFT peut donc mobiliser temporairement des ressources pour mettre en place des missions d'assistance technique auprès d'autres émetteurs publics. Cette mobilisation est également possible dans le cas d'opération de reprise de dette (cf. encadré ci-dessous).

La mobilisation des ressources liées aux reprises de dette : l'exemple de la dette SNCF

L'article 229 de la loi de finances pour 2020 et l'arrêté du 30 décembre 2019⁸⁴ autorisent et organisent la reprise de 25 Md€⁸⁵ de la dette de SNCF Réseau par l'État en 2020 *via* un mécanisme de prêts miroirs avec la Caisse de la dette publique (CDP). L'agence assure la mise en place opérationnelle de cette reprise.

En 2007, l'État avait déjà utilisé une méthode proche pour reprendre 8 Md€ du service annexe d'amortissement de la dette (Saad) de la SNCF, le montant à reprendre étant alors organisé sous la forme de moins d'une trentaine de contrats d'emprunts. Certains contrats étaient toutefois éloignés des produits habituels de l'AFT (devises, présence de produits dérivés), occasionnant des difficultés de gestion pour l'agence.

L'opération de 2020 a donc été organisée différemment en amont de la reprise grâce à un travail opérationnel poussé entre la SNCF et l'AFT. La part de la dette SNCF concernée par la reprise consistait cette fois-ci en 400 contrats d'emprunts comprenant des titres libellés en différentes devises, des contrats à taux fixes et à taux variables, des produits dérivés et optionnels, soit un ensemble important de produits pour certains éloignés de l'expertise de l'AFT.

⁸² Hors Caisse des dépôts et consignations.

⁸³ L'ensemble de ces chiffres a été fourni par l'Acoss.

⁸⁴ Loi n° 2019-1479 du 28 décembre 2019 de finances pour 2020 et arrêté du 30 décembre 2019 opérant reprise de dette de SNCF Réseau par l'État.

⁸⁵ 10 Md€ complémentaires seront repris en 2022.

Le travail conjoint fait en amont de la reprise par la SNCF et l'AFT a permis de construire, à partir de ces 400 contrats, 122 contrats synthétiques qui reprennent l'ensemble des flux financiers jusqu'à l'arrivée à maturité du titre le plus long du portefeuille (2117) et qui correspondent aux flux que l'AFT aura à verser à la SNCF pour que celle-ci honore ses engagements auprès de ses créanciers⁸⁶. La construction de cette base de flux synthétiques a occupé trois personnes de la cellule post-marché pendant six mois à temps partiel. Ce travail préliminaire important effectué par l'agence lui permet ensuite de gérer des flux de nature mieux connue qui peuvent être pris en charge par les systèmes d'information de l'AFT. Leur gestion ne comporte pas de risque supplémentaire qu'il conviendrait de suivre mais elle bénéficie du dispositif de suivi et de contrôle des opérations gérées par l'agence. Les 10 Md€ repris au 1^{er} janvier 2022 devraient bénéficier de ce schéma déjà mis en place et le processus en sera d'autant facilité pour l'agence.

Le rapprochement entre l'AFT et les autres émetteurs publics peut toutefois être plus poussé que ces missions techniques temporaires. Le deuxième alinéa de l'article 2 de l'arrêté du 8 février 2001 créant l'AFT dispose ainsi que : « *l'agence peut être chargée de la gestion des activités de financement sur les marchés de taux d'intérêt [...] pour le compte de personnes morales autres que l'État, dans des conditions déterminées par une convention de mandat conclue entre l'agence et ces personnes* ». L'intégration opérationnelle des équipes de la Cades au sein de l'AFT, effective le 1^{er} octobre 2017 après la signature d'une convention de mandat, en est une illustration.

C - Une intégration fonctionnelle réussie avec la Cades dans le cadre d'une convention de mandat

1 - Une justification spécifique pour une intégration opérationnelle réalisée dans le respect des institutions existantes

L'idée d'un rapprochement entre l'AFT et la Cades a été considérée pour la première fois en 2014 par le directeur général de l'AFT. Dans la perspective du rapprochement de la date d'extinction de la Cades, prévue alors pour 2024, une réforme de l'organisation a conduit le 6 juillet 2017 à la signature d'une convention de mandat⁸⁷ et à la mutualisation des missions opérationnelles de la Cades et de l'AFT en octobre 2017.

La Cades est maintenue en tant qu'entité juridique distincte de l'AFT et indépendante, ce qui garantit le respect du principe de cantonnement et d'amortissement de la dette sociale. La gouvernance de la Cades, les prérogatives de son président exécutif, du conseil d'administration et de son comité de surveillance demeurent inchangées. Ces instances exercent désormais le contrôle des missions que l'AFT accomplit, en tant que mandataire, pour le compte de la Cades.

Concrètement, l'AFT a la responsabilité opérationnelle des activités de financement et de l'exécution du programme d'émission de la Cades. L'AFT agit, depuis le 1^{er} octobre 2017, au

⁸⁶ Schématiquement, les émissions ayant la même date de maturité et le même taux (fixe, indexé, variable) sont agrégées pour limiter le nombre d'opérations mises en place entre la SNCF et la CDP (et donc l'AFT), la SNCF se chargeant de la transformation des flux en devises en flux euros *via* des instruments de change.

⁸⁷ Cette convention de mandat de gestion de la dette a été complétée par une convention de mise à disposition des personnels et une convention financière pour le rapprochement budgétaire et financier des entités.

nom et pour le compte de la Cades ; les équipes de l'AFT et de la Cades sont réunies sur un même site à Bercy depuis septembre 2018.

À cette fin, trois conventions ont été conclues entre les deux entités. La première est une convention de mandat entre la Cades et l'AFT confiant à l'État, pour le compte de la Cades, la responsabilité des activités de financement et la gestion du service de la dette sociale. La seconde est une convention de mise à disposition des personnels contractuels de la Cades à l'AFT. La troisième est une convention financière qui a organisé le rapprochement budgétaire et financier des deux entités⁸⁸.

Toutefois, la dette sociale reste cantonnée et les recettes de la caisse sont inchangées. Ainsi, les signatures de l'État et de la Cades, les dettes et les programmes de financement demeurent bien distincts⁸⁹.

L'intégration de la Cades à l'AFT reste donc une intégration partielle et opérationnelle et ne conduit pas à fusionner les deux entités.

2 - Des gains étayés à l'intégration

La réunion des équipes de la Cades avec celles de l'AFT visait, selon les rapports d'activité de l'AFT des années 2016 et 2017, deux objectifs.

Le premier objectif était la réduction du risque opérationnel, passant notamment par le renforcement des synergies entre les deux institutions en matière de contrôle interne. Avant cette intégration des équipes de la Cades au sein de l'AFT, le contrôle interne de la Cades était limité, à l'inverse de l'AFT qui développe, depuis le début des années 2010, une expertise en la matière. Plusieurs réalisations ont ainsi été opérées au sein de la Cades dans le domaine du contrôle interne (cartographie des risques, document d'encadrement de l'activité, etc.), complétées par d'autres apports opérationnels. Le premier est l'apport d'expertise informatique et de soutien technique fourni par l'AFT qui a permis de s'adapter à la crise sanitaire de façon satisfaisante, ce qui aurait été difficile sinon aux dires des agents de la Cades. Le second est le rapprochement des deux équipes qui a aussi permis de pallier les besoins temporaires de personnel de l'une ou l'autre des équipes, sans recrutement complémentaire.

Le deuxième objectif correspondait à l'intégration de nouvelles compétences au sein de l'AFT, avant que celles-ci ne se perdent, dans l'optique de l'extinction de la Cades, alors prévue en 2024. Lorsqu'en 2014, l'idée d'un rapprochement entre l'AFT et la Cades a été émise, la note souveraine française avait été dégradée par les principales agences de notation dans le contexte de la crise de la dette souveraine en zone euro. L'AFT n'émettant en effet qu'en euros, cette proposition permettait à l'agence de renforcer sa connaissance et ses compétences sur les marchés de dette en devises étrangères. L'intégration de la Cades, dont les émissions en devises étrangères sont fréquentes, devait permettre à l'agence de disposer de telles compétences techniques. L'intégration devait aussi permettre aux agents de la Cades d'avoir des perspectives d'évolution, pour que la sphère publique puisse continuer de bénéficier de l'expérience de ces

⁸⁸ Les deux premières en 2017, la dernière en septembre 2018.

⁸⁹ Cette réforme a été conduite sur le fondement juridique du II. de l'article 5 de l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 modifiée relative au remboursement de la dette sociale et de l'article 8 du décret n° 96-353 du 24 avril 1996 modifié relatif à la Caisse d'amortissement de la dette sociale.

opérateurs, souvent plus longue que celle des agents de l'AFT. Cet objectif a été atteint, puisque les agents de la Cades sont en pratique restés au sein de l'AFT, ce qui permet de sécuriser, si le besoin s'en présentait, l'expertise des émissions en devises.

Certains aspects de l'intégration ne sont pas encore finalisés comme c'est le cas de l'informatique. En effet, certains systèmes d'information ne sont toujours pas interconnectés quatre ans après l'intégration⁹⁰. Cette limitation à l'intégration reflète à la fois le coût d'entrée dans les différents logiciels de marchés et la nécessité, contractuelle ou financière, d'attendre l'extinction d'un contrat avec un fournisseur avant de pouvoir en changer.

L'AFT a organisé ou participé à chacun des trois niveaux de rapprochement sur la dernière décennie et, si ces processus n'ont pas été exempts de difficulté, ils ont tous été menés à terme, ou quasiment dans le cas de la Cades. Aucune ligne directrice n'a toutefois été établie quant au périmètre à donner à l'action de l'AFT dans les années à venir.

II - Des scénarios possibles d'évolution du périmètre d'action de l'AFT

Trois scénarios possibles peuvent être envisagés, proposant un rôle renforcé de l'AFT visé à vis des émetteurs publics : la première possibilité peut être de maintenir les façons de faire actuelles, c'est-à-dire un choix au cas par cas de s'appuyer ou non sur l'AFT ; la deuxième est de renforcer le cadre actuel de la coopération pour en assurer le bon fonctionnement et la pérennisation ; la troisième, plus marquée, est celle de la poursuite d'intégrations sous forme de conventions de mandat à l'image de ce qui a été fait pour la Cades en direction d'autres émetteurs publics.

A - Le scénario du statu quo

La situation actuelle, avec des relations limitées à de l'information réciproque sur une base informelle et une assistance en cas de besoin, pourrait être considérée comme un cadre à pérenniser. Il peut être assez largement partagé par des entités soucieuses de leur autonomie de gestion tout en gardant un lien périodique avec l'AFT. Il n'a pas empêché des interventions au cas par cas à l'occasion d'une crise majeure comme la crise sanitaire.

Même si, avec le temps, les bonnes pratiques de coordination se sont insérées dans les procédures des différents émetteurs, cette coordination n'est encadrée par aucun texte et ne repose donc que sur la volonté des différents acteurs, ce qui représente deux fragilités potentielles. La première est celle d'une forte hétérogénéité dans le niveau de coordination. En effet, si certains acteurs signalent systématiquement à l'AFT les prochaines émissions et leurs caractéristiques, d'autres pourraient être tentés de ne le faire que de façon irrégulière ou incomplète par exemple. La seconde est la possible émergence d'une volonté de ne pas coopérer de la part d'une des entités, à l'occasion d'un changement de direction par exemple, comme cela a pu arriver par le passé.

⁹⁰ Le post-marché a commencé à être mutualisé à l'automne 2020 seulement suite à l'arrivée à échéance du contrat du logiciel de la Cades (logiciel FIS), qui a permis le basculement vers le logiciel MUREX utilisé par l'AFT. Le *front office* de la Cades utilise encore un logiciel spécifique que les agents de l'AFT ne sont pas capables d'utiliser.

Ce scénario ne prend pas suffisamment en compte le changement de dimension de la dette publique qui a progressé de 1 000 Md€ en une décennie marquée par des conditions de marché exceptionnellement favorables. L'hypothèse que les marchés continueront à financer sans difficulté des dettes publiques considérablement accrues dans un contexte de remontée vraisemblable des taux d'intérêt est plausible. On ne peut cependant exclure par principe une situation moins favorable pour les dettes publiques, qui rendrait nécessaire un cadre de coordination plus formalisé renforçant la résilience de l'ensemble des émetteurs publics français.

B - Le scénario d'un renforcement du cadre de coordination pour en assurer la pérennisation

Pour dépasser les limites du *statu quo*, il pourrait s'agir dans un premier temps d'élaborer des indicateurs quantitatifs et qualitatifs de suivi de la bonne coopération entre émetteurs. Les éléments sur lesquels porteraient ces indicateurs pourraient être multiples : transparence sur le calendrier d'émissions (partage par exemple d'un calendrier prévisionnel trimestriel), communication suffisamment en amont pour les émissions irrégulières comme les syndications, des montants et de la nature des titres émis pour éviter des chevauchements, communication des échanges, et notamment des présentations, entre les émetteurs et les investisseurs finaux pour s'assurer de la cohérence des messages portés par les différents émetteurs publics, communication des difficultés qu'un émetteur pourrait rencontrer dans ces émissions (demande faiblissante, coût élevé), discussion et mise en commun des compétences lors de la création de produits innovants.

Dans un deuxième temps, ou en cas de nécessité du fait d'une dégradation de ces indicateurs, élaborer un cadre plus contraignant – quoique suffisamment souple pour respecter les différentes cultures des émetteurs et être accepté par le nombre le plus large possible d'entités – permettrait de protéger les efforts de coordination déjà accomplis dans une situation devenue moins favorable.

Enfin, ces efforts de coordination pourraient être complétés par la mise en place de trajectoires de carrière à coordonner entre les différents émetteurs de dette publique. En effet, les besoins des différents émetteurs sont proches mais relèvent d'un prisme de compétences finalement assez rare : il s'agit à la fois de maîtriser les mécanismes opérationnels de marché et d'avoir une bonne connaissance de la sphère publique et de son fonctionnement (hiérarchie des normes, rapport avec la représentation nationale notamment). Organiser des filières entre les émetteurs de dette pourrait fournir une motivation supplémentaire pour les opérateurs de continuer à exercer leur expertise dans le domaine public.

C - Le scénario d'élargissement du périmètre d'action de l'AFT avec de nouvelles conventions de mandat

Un des objectifs mentionnés dans les rapports annuels de l'AFT relativement à l'intégration de la Cades était ainsi de « constituer un pôle d'excellence dans l'émission des titres publics français ». Plus large que la seule intégration de la Cades et que les autres opérations de nature technique, cet objectif soulève la question du périmètre de l'action de l'AFT et celle des émetteurs rentrant potentiellement dans le champ d'une intégration plus poussée à l'agence.

Une convention de mandat de gestion à l'image de ce qui a été fait pour la Cades, offre l'avantage d'une meilleure articulation des émetteurs entre eux, réduisant le risque d'un défaut de coordination nuisible à la crédibilité de marché de la sphère des émetteurs publics. Si elle paraît aujourd'hui complexe à mettre en œuvre au bénéfice d'entités déjà existantes (Unédic ou SGP), elle pourrait s'envisager plus facilement pour un nouvel émetteur dont les ressources et l'organisation ne seraient pas encore structurées. Dans ces scénarios, les organismes garderaient leur indépendance financière, il ne s'agit donc pas pour l'AFT de reprendre la dette des organismes visés par une convention de mandat.

1 - L'intégration d'émetteurs existants, un scénario complexe à mettre en œuvre

a) Dans le cas de l'Unedic, un rapprochement qui devrait tenir compte de sa gouvernance spécifique et maintenir la proximité entre les équipes financières et statistiques

L'Unédic se distingue de la Cades car elle est une association loi de 1901 et non un établissement public. Son conseil d'administration ne comporte aucun représentant de l'État (à la différence des établissements publics), mais 25 représentants des salariés et 25 représentants des employeurs. Un schéma de rapprochement par lequel l'AFT émettrait au nom et pour le compte de l'Unédic supposerait donc préalablement de recueillir l'assentiment des organes de gouvernance de l'Unédic et la capacité pour l'AFT d'assurer l'interface avec cette gouvernance.

De plus, comme mentionné plus haut, l'Unédic réalise désormais la majorité de ses émissions de moyen et long termes avec des titres dits « *social bonds* » qui pourrait justifier de maintenir une certaine proximité avec les équipes de spécialistes du marché du travail.

Enfin, l'Unédic bénéficie déjà d'une proximité spécifique avec l'AFT du fait du rôle pris par l'agence qui porte la partie des lois de finances initiales relative à la garantie que l'État apporte aux émissions de l'Unédic puis rédige les arrêtés ministériels libérateurs des tranches pendant l'exercice.

b) Dans le cas de la Société du Grand Paris, une contrainte de calendrier

En août 2018, le ministère de l'économie et des finances, avait décidé que l'exécution complète du programme de financement de la Société du Grand Paris⁹¹ serait réalisée par l'AFT, si possible à effectifs constants, dans le cadre d'une convention de mandat à mettre en place. La conclusion d'une telle convention nécessitait, d'après la direction des affaires juridiques du ministère, une modification de la loi⁹² relative au Grand Paris⁹³.

En l'absence de modification législative, la SGP s'est dotée de la capacité juridique et technique d'exécuter elle-même ces opérations et a lancé sa première émission en octobre 2018.

⁹¹ Dont le maximum d'endettement autorisé atteint 35 Md€.

⁹² L'article 9 de la loi n° 2010-597 du 3 juin 2010 relative au Grand Paris précise que : « *L'établissement public Société du Grand Paris bénéficie notamment des ressources suivantes (...) : 3° les emprunts sur les marchés financiers* ».

⁹³ À l'inverse, l'ordonnance qui a institué la Cades a prévu la possibilité d'une délégation de gestion du programme de financement.

Une telle structure d'émission en interne bénéficie, comme pour l'Unédic, de la proximité avec les équipes du projet du Grand Paris aptes à fournir des explications aux investisseurs, par exemple sur la nature verte des dépenses engagées.

À ce stade, la SGP a financé 25 Md€ sur les 35 Md€ prévus, soit 70 % environ du total de dette à émettre⁹⁴. Une convention de mandat, si elle venait à être mise en place maintenant, ne concernerait donc plus qu'une part résiduelle et minoritaire du financement de la SGP.

2 - Une intégration de nouveaux émetteurs à envisager *ex ante*

L'intégration de nouveaux émetteurs potentiels au sein de l'AFT pourrait être une hypothèse à examiner systématiquement pour en peser les avantages et inconvénients, plutôt que de doter ces structures de compétences humaines et techniques souvent coûteuses. C'est dans cet esprit qu'avait été envisagée la prise en charge par l'AFT du programme d'émission de la Société du Grand Paris. Sans préjudice du résultat de cet examen, il pourrait être utile de prévoir pour tout nouvel émetteur public une base juridique lui donnant la faculté de signer une convention de mandat de gestion avec l'AFT au cours de son existence⁹⁵.

Un certain nombre de conditions devrait être respecté pour que ces opérations se déroulent au bénéfice de tous :

La première condition est que l'intérêt de l'intervention de l'AFT soit réel pour la structure au bénéfice de laquelle elle interviendrait. Cela suppose notamment que le programme de financement soit d'une ampleur suffisante pour que l'expertise de l'agence apporte une valeur ajoutée.

Pour l'entité au bénéfice de laquelle l'AFT interviendrait, il conviendrait que soient mis en place les processus et les outils lui permettant de s'assurer que son autonomie de décision et ses intérêts légitimes sont effectivement respectés.

Pour l'AFT, une prise en charge d'émissions pour compte d'autres émetteurs publics devrait être accompagnée de moyens suffisants pour qu'elle ne conduise pas à réduire sa disponibilité pour assurer sa mission principale de gestion de la dette de l'État qui reste un enjeu majeur. Le cadre de cette intervention devrait également être suffisamment précis pour ne pas complexifier les processus de décisions lors des émissions de titres, qui, pour être efficaces, reposent sur une exigence de réactivité.

⁹⁴ Sur ces 25 Md€, 22,5 Md€ ont été émis sur les marchés entièrement en obligations vertes pour une maturité moyenne de dette de 26 ans et 2,5 Md€ sont issus d'un contrat de financement bilatéral avec la Banque Européenne d'Investissements (BEI).

⁹⁵ S'agissant de la Cades et avant la signature d'une convention de mandat avec l'AFT en 2017, l'article 73 de la loi n°2005-1719 du 30 décembre 2005 avait donné l'autorisation au ministre chargé de l'économie et des finances de procéder pour le compte de la caisse, dans des conditions fixées par décret, à des emprunts à long, moyen et court termes libellés en euros ou en d'autres devises. Cette faculté n'a finalement pas été utilisée jusqu'à l'intégration fonctionnelle de la Cades au sein de l'AFT.

CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

La taille importante des volumes émis par l'AFT contraint l'agence à garder un cadre d'émissions plus strict que d'autres entités publiques mais elle lui confère en parallèle un rôle prépondérant parmi la sphère des émetteurs publics. Or, l'augmentation générale des volumes de dette à émettre et la multiplication des appels au marché ont renforcé la nécessité d'approfondir la coordination, le caractère d'émetteur principal de dette publique de l'AFT l'ayant entraîné à organiser cette dernière. En plus de ces efforts d'articulation, l'AFT a mené des opérations d'assistance technique, notamment pour le compte de l'Acoss, et elle a intégré la Cades d'un point de vue opérationnel, sans pour autant que soient agrégés les deux programmes de financement.

Pour autant, aucune ligne directrice ni aucun cadre n'ont été établis pour donner un périmètre à l'action de l'AFT dans les années à venir. Plusieurs scénarios peuvent être envisagés et étudiés pour que le champ d'action de l'agence résulte d'une décision d'ensemble et non au cas par cas sans cible clairement définie. Le premier est celui d'un maintien de la situation actuelle : interventions ad hoc, sans forcément que les ressources ne soient mises en cohérence ex ante. Le deuxième est celui d'une coordination renforcée au sein duquel l'agence jouerait un rôle prépondérant : circulation accrue de l'information, mise en place d'indicateurs de suivi, voire d'un cadre formel. Le troisième est celui de l'établissement de nouvelles conventions de mandat. La question de l'intégration d'émetteurs existants peut paraître complexe pour l'Unédic et tardive pour la Société du Grand Paris qui a déjà réalisé la majeure partie de son financement. Elle peut être envisagée pour de potentiels nouveaux émetteurs qui pourraient émerger dans les années à venir et pour lesquels l'intégration au sein de l'AFT pourrait être réalisée ab initio.

En conséquence, la Cour formule les recommandations suivantes :

- 4. Mettre en place un suivi de la coopération et des modalités d'échanges d'informations entre grands émetteurs publics et étudier la nécessité d'une formalisation de la coopération en précisant le rôle coordinateur de l'AFT (AFT, DGT) ;*
 - 5. Étudier la faisabilité et l'opportunité des scénarios d'extension du rôle de l'AFT au sein des émetteurs publics (AFT, DGT).*
-

Conclusion générale

Fondée sur les principes de régularité, de transparence et de flexibilité, la stratégie d'émission de l'AFT repose sur un élément principal : le suivi de la demande des marchés. L'agence estime qu'il s'agit du moyen le plus sûr pour que le marché achète la dette de l'État au meilleur prix pour le contribuable. De fait, cette stratégie a fait ses preuves pour financer l'augmentation continue de la dette publique depuis plus de quarante ans et s'est révélée robuste face à l'augmentation considérable et brutale des besoins de financement avec la crise sanitaire.

Mais une bonne gestion de la dette publique ne suffit pas pour assurer la soutenabilité de la dette publique et ne saurait se substituer à une stratégie crédible des finances publiques. Les déficits et les besoins de financement qui en découlent s'imposent aux gestionnaires de la dette publique. De plus, le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt dans un contexte de politique monétaire accommodante ne peut être considéré comme une donnée intangible. C'est le niveau actuel et à venir des déficits qui est crucial pour assurer la soutenabilité de la dette publique.

Avec la crise, le déficit public devrait rester très élevé en 2021 (8,2 points de PIB) et en 2022 (5 points de PIB) selon la dernière loi de finances rectificative de l'année. Le déficit corrigé de la variation de la conjoncture (déficit structurel) s'élèverait, lui aussi, à 5 points de PIB en 2022, soit le double du niveau qui prévalait avant la crise. La France fait partie désormais des pays de la zone euro dont la situation des finances publiques est la plus dégradée.

Si la trajectoire des finances publiques présentée par le Gouvernement prévoit une décreu de la dette rapportée au PIB à compter de 2027, les hypothèses de croissance sur lesquelles elle repose ne sont pas garanties et l'objectif de maîtrise des dépenses, plus ambitieux que ce qui a pu être réalisé au cours des 20 dernières années n'est pas étayé par une présentation des mesures qui le rendrait possible. Il est dès lors essentiel que la prochaine loi de programmation des finances publiques affiche comme objectif prioritaire d'engager une réduction significative de la dette publique rapportée au PIB, en renforçant la croissance potentielle, par une action déterminée sur l'investissement, et en mettant en œuvre, dans le même temps, une maîtrise renforcée des dépenses publiques grâce à des réformes structurelles. C'est à ces deux conditions que pourra être assurée dans la durée la soutenabilité de la dette.

Liste des abréviations

Acoss.....	Agence centrale des organismes de sécurité sociale
AFD.....	Agence française de développement
AFT	Agence France Trésor
AFL	Agence France Locale
AMF	Autorité des marchés financiers
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>
APU.....	Administration publique
Apuc.....	Administration publique Centrale
Apul.....	Administration publique Locale
ASP	Agence de services et de paiement
Asso.....	Administrations de Sécurité Sociale
BCE.....	Banque centrale européenne
BEI	Banque Européenne d'Investissements
BTF	Bons du trésor à taux fixe
Cades.....	Caisse d'amortissement de la dette Sociale
CDC	Caisse des dépôts et consignations
CDP	Caisse de la dette publique
DGT	Direction générale du Trésor
ECP	<i>Euro commercial papers</i>
EPCI.....	Établissement publics de coopération intercommunale
ETP.....	Équivalent temps plein
ETPT	Équivalents temps pleins travaillés
FMI.....	Fonds monétaire international
HLM.....	Habitation à loyer modéré
LFI.....	Loi de finances initiale
LFSS.....	Loi de financement de la sécurité sociale
LOLF.....	Loi organique relative aux lois de finances
MES	Mécanisme européen de stabilité
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OATi	Obligation assimilable du trésor indexée sur l'inflation française
OATÉi	Obligation assimilable du trésor indexée sur l'inflation en zone euro
OCDE.....	Organisation de coopération et de développement économiques
Odac	Organismes divers d'administration centrale
OPCVM.....	Organismes de placement collectif en valeurs mobilières
PEPP.....	<i>Pandemic emergency purchase programme</i>
PAP	Projet annuel de performance
PIA	Programme d'investissements d'avenir
PIB	Produit intérieur brut

PIF.....	Programme indicatif de financement
PLF.....	Projet de loi de finances
PLFR.....	Projet de loi de finances rectificative
PSPP.....	<i>Public sector purchase programme</i>
RAP.....	Rapport annuel de performance
RESF.....	Rapport économique, social et financier
Saad.....	Service annexe d'amortissement de la dette
SGP.....	Société du Grand Paris
Sure.....	<i>Support to mitigate unemployment risks in an emergency</i>
SVT.....	Spécialistes en valeurs du trésor
SNCF.....	Société nationale de chemin de fer
UE.....	Union européenne
Unedic.....	Union Nationale interprofessionnelle pour l'Emploi Dans l'Industrie et le Commerce

Annexe

Annexe n° 1 : échange de courriers.....	98
---	----

Annexe n° 1 : échange de courriers

ASSEMBLÉE NATIONALE

COMMISSION DES FINANCES,
DE L'ÉCONOMIE GÉNÉRALE
ET DU CONTRÔLE BUDGÉTAIRE

Le Président

n° 669

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

LIBERTÉ - ÉGALITÉ - FRATERNITÉ

PARIS, le 7 juin 2021

 Monsieur le Premier président,

À la suite de nos échanges, j'ai l'honneur de vous confirmer les sujets sur lesquels la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire demande la réalisation d'enquêtes à la Cour des comptes, conformément au 2° de l'article 58 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances.

Ces demandes portent sur :

- les dispositifs en faveur de l'emploi dans les quartiers prioritaires de politique de la ville ;
- la gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor ;
- le chèque énergie ;
- la formation des policiers ;
- l'Agence nationale du sport et la nouvelle gouvernance du sport.

Il pourrait être précieux que certaines de ces demandes puissent donner lieu à la remise d'un rapport avant la fin de la présente législature.

Je vous prie de croire, Monsieur le Premier président, à l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

Bien à vous


Éric WOERTH

Monsieur Pierre MOSCOVICI
Premier président
Cour des comptes
13, rue Cambon
75001 PARIS

Cour des comptes

KCC D2100954 KZZ
28/06/2021

Le Premier président

Le **28 JUIN 2021***Cher* Monsieur le Président,

En réponse à votre courrier du 7 juin dernier concernant la réalisation d'enquêtes en application du 2° de l'article 58 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances, j'ai le plaisir de vous confirmer que la Cour devrait être en mesure de réaliser les travaux que vous avez demandés, conformément au tableau ci-après :

Intitulé	Formation délibérante	Président(e)	Remise
Les dispositifs en faveur de l'emploi dans les quartiers prioritaires de la ville	5 ^e chambre	Gérard Terrien	Juin 2022
La gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor	1 ^{ère} chambre	Christian Charpy	Mars 2022
Le chèque énergie	2 ^e chambre	Annie Podeur	Mars 2022
La formation des policiers	4 ^e chambre	Gilles Andréani	Mars 2022
L'Agence nationale du sport et la nouvelle gouvernance du sport	3 ^e chambre	Louis Gautier	Mars 2022

Je vous propose que, comme les années précédentes, des échanges entre les rapporteurs spéciaux et les présidents de chambre et magistrats concernés puissent avoir lieu très rapidement, afin de préciser le champ, l'approche et la date de remise de ces enquêtes.

Mme Carine Camby, présidente de chambre, rapporteure générale du comité du rapport public et des programmes, se tient à votre disposition sur l'ensemble de ces sujets.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma haute considération.

*Arrière,**Pierre Moscovi***Pierre Moscovi**

Monsieur Eric Woerth
Président de la Commission des finances,
de l'économie générale
et du contrôle budgétaire
Assemblée nationale
126 rue de l'Université
75355 PARIS SP 07

Cour des comptes



KCC D2101183 KZZ

Le Premier président

Le 26 JUIL. 2021

Ch Monsieur le Président,

Vous avez bien voulu solliciter la Cour pour qu'elle réalise un rapport sur « la gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor (AFT) » en application du 2° de l'article 58 de la loi organique n° 2001-692 du 1er août 2001 relative aux lois de finances. Je vous confirme mon accord pour cette enquête, dont les conclusions pourraient vous être remises à la fin du mois de janvier 2022. Un échange entre M. Michel Zumkeller, membre de la commission des finances, et M. Christian Charpy, président de la 1ère chambre et de la formation inter-chambres « Finances publiques » de la Cour, a permis le 22 juillet dernier de préciser le périmètre de ces travaux.

La Cour analysera en premier lieu la répartition de la dette publique entre les différentes administrations publiques – l'État et ses opérateurs, les administrations de sécurité sociale et les administrations publiques locales – en faisant apparaître les différences de nature de son financement, par émission de titres sur les marchés financiers ou par emprunts bancaires. Pour les organismes qui, comme l'Agence France Trésor, financent leur dette principalement par recours aux marchés financiers, la question d'une plus grande coordination des émissions sera étudiée.

La Cour examinera ensuite la stratégie de l'AFT pour la gestion de la dette de l'État, notamment ses principes de gestion et leur mise en œuvre pratique. Alors que certains observateurs appellent à un allongement plus marqué de la maturité moyenne de la dette de l'État pour atténuer à terme les risques de refinancement, l'enquête étudiera les avantages et les inconvénients d'une telle stratégie ainsi que la possibilité de la mettre en œuvre dans un contexte de taux d'intérêt toujours bas. Elle évoquera également la diversification des instruments financiers d'endettement (OAT, OAT indexées sur l'inflation, OAT vertes...). Les conséquences d'un retrait progressif de la politique d'achat d'actifs de la Banque centrale européenne ainsi que l'émergence d'un nouvel émetteur d'envergure, la Commission européenne, dans le cadre du financement du plan de relance décidé au niveau communautaire, seront également examinées.

.../...

Monsieur Eric Woerth
Président de la Commission des
finances, de l'économie générale
et du contrôle budgétaire
Assemblée nationale
126 rue de l'Université
75355 Paris 07 SP

Enfin, la Cour analysera la relation étroite que l'AFT entretient avec les marchés financiers et les autres organismes publics (« correspondants du Trésor ») pour financer sa dette au meilleur coût. La relation de l'AFT avec les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) mais également avec les investisseurs détenteurs de dette publique française sera approfondie. Le rôle joué par la centralisation des trésoreries des organismes publics (« correspondants du Trésor ») sera également examiné dans cette partie sans aller néanmoins jusqu'à un examen détaillé de la gestion de trésorerie par l'AFT.

Ces travaux s'inscriront dans la perspective plus large de la préservation de la soutenabilité de la dette publique dans un contexte où la stabilité des taux d'intérêt à un niveau faible n'est pas acquise car elle résulte largement de l'action de la Banque centrale européenne mais traduit également le ralentissement continu de l'activité et de l'inflation et une compétitivité fragilisée.

Les travaux seront articulés avec ceux conduits notamment dans le cadre du chapitre finances publiques du rapport public annuel qui sera publié en février 2022.

Je vous propose qu'un nouvel échange ait lieu avec les magistrats de la première chambre avant la fin de l'année pour faire un point d'étape de l'avancée des travaux.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma haute considération.

Pricedors

Pierre Moscovi

Pierre Moscovi

Cour des comptes

KCC D2101979 KZZ
23/12/2021

Le premier Président

le 23 DEC. 2021

Ch Monsieur le Président,

Par lettre du 7 juin 2021, vous m'avez saisi du souhait de la commission des finances de confier à la Cour des comptes, conformément au 2° de l'article 58 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances, la réalisation d'une enquête sur la gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor.

En réponse, je vous ai indiqué, par courrier du 28 juin 2021, que la Cour était en mesure d'effectuer cette enquête, qui a été confiée à la première chambre.

À la suite de l'entretien qui s'est tenu le 22 juillet 2021 entre M. Michel Zumkeller, membre de la commission des finances chargé du suivi de cette enquête, et M. Christian Charpy, président de la première chambre et de la formation inter-chambres « Finances publiques » de la Cour, la date de remise du rapport a été fixée à la fin du mois de janvier 2022, ainsi que l'indiquait mon courrier du 26 juillet 2021.

Toutefois, il apparaît nécessaire de disposer d'un délai d'instruction légèrement supérieur à celui estimé initialement au regard de la technicité des travaux réalisés. Le rapport pourrait ainsi vous être remis dans le courant du mois de février 2022.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma haute considération.

*Amicalement**Pierre Moscovi*

Pierre Moscovi

Monsieur Eric Woerth

Président de la Commission des finances,
de l'économie générale
et du contrôle budgétaire
Assemblée nationale
126 rue de l'Université
75355 PARIS SP 07