

Cour des comptes



FINANCES ET COMPTES PUBLICS

ANALYSE DE L'EXÉCUTION BUDGÉTAIRE 2024

Compte de commerce *Gestion de la dette
et de la trésorerie de l'État*

Avril 2025

Sommaire

SYNTHÈSE.....	5
INTRODUCTION.....	9
CHAPITRE I DES VOLUMES D'ÉMISSION TOUJOURS CROISSANTS DANS UN CONTEXTE DE REMONTÉE DES TAUX.....	11
I - UNE TENSION SPÉCIFIQUE AUX TAUX D'EMPRUNT FRANÇAIS.....	11
II - DANS CE CONTEXTE, UN BESOIN DE FINANCEMENT PLUS ÉLEVÉ QUE PRÉVU	14
III - DES ÉMISSIONS ET UN ENCOURS DE DETTE TOUJOURS EN HAUSSE	17
A - La hausse continue du volume d'émission dans un contexte de retrait de l'Eurosystème	17
B - Un encours de dette en constante augmentation	17
C - Des caractéristiques d'émission en lien avec le niveau des taux.....	20
IV - DES TITRES SPÉCIFIQUES QUI SERVENT À LA DIVERSIFICATION DES INSTRUMENTS DE DETTE DANS UN CONTEXTE CONTRAINT.....	23
A - L'amélioration continue du pilotage des titres indexés.....	23
B - La difficile quantification de l'apport des OAT vertes	26
CHAPITRE II DES INTÉRÊTS DE LA DETTE QUI AUGMENTENT.....	27
I - UNE CHARGE DE LA DETTE TOUJOURS TRÈS ÉLEVÉE	27
II - DES OPÉRATIONS DE TRÉSORERIE LÉGÈREMENT EXCÉDENTAIRES	30
A - Les recettes de trésorerie.....	31
B - Hors PIA, des dépenses liées à la rémunération croissante des dépôts des correspondants du Trésor.	32
CHAPITRE III LA CONFORMITÉ AUX PRINCIPES ET RÈGLES DU DROIT BUDGÉTAIRE	35
ANNEXE	37

Synthèse

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

Si le besoin de financement de l'État est en légère baisse par rapport au pic historique de 2023 (305,7 Md€ vs 314,6 Md€), il reste très élevé, dans un contexte où les taux français suivent, depuis la dissolution de l'Assemblée nationale, une trajectoire de hausse moins favorable que dans les autres pays européens.

Un besoin de financement et une dette de l'État toujours élevés dans un contexte de tensions sur les taux d'emprunt français

Évalué à 297,2 Md€ en loi de finances initiale pour 2024, le besoin de financement de l'État a finalement atteint 305,7 Md€ en exécution. Il est principalement constitué du remboursement du capital des obligations arrivant à échéance (151,1 Md€) et du déficit à financer (156,3 Md€). L'écart avec la prévision figurant en LFI correspond à celui du déficit à financer, supérieur de près de 10 Md€ au niveau attendu.

Cet écart et ces montants élevés interviennent dans un contexte d'augmentation des taux d'emprunt français aboutissant à un décrochage de ces derniers par rapport aux taux des autres pays européens comparables. Le taux à 10 ans français a augmenté de plus de 60 points de base en 2024, passant de 2,57 % fin 2023 à 3,20 % en fin d'exercice. Dans le même temps, le taux allemand à 10 ans a augmenté de 34 points, celui de l'Espagne est resté quasiment stable et celui de l'Italie a diminué de près de 18 points.

En plus d'émissions de moyen et long termes en hausse, une utilisation accrue des titres de court terme, due à une moindre capacité à mobiliser d'autres ressources

Principales ressources permettant de répondre au besoin de financement de l'État, les émissions de titres de dette à moyen et long termes, nettes des rachats, ont continué d'augmenter, à 285 Md€ sur l'exercice, soit 100 Md€ de plus qu'en 2017. Ce volume était de 200 Md€ en 2019 et de 270 Md€ en 2023. Il a augmenté alors qu'en parallèle, les taux d'emprunts font de même et que la politique monétaire menée par la Banque Centrale Européenne (BCE) se normalise.

En complément de ces émissions de moyen et long termes, l'année 2023 avait été marquée par un fort recours aux disponibilités du compte du Trésor tenu par la Banque. Or, la trésorerie excédentaire accumulée lors des exercices 2020 et 2021 a été consommée en 2022 et 2023 et ne constitue plus, en 2024, une ressource de financement mobilisable de manière substantielle.

De même, les ressources de trésorerie ont été amoindries par l'enregistrement de 13,6 Md€ de décotes à l'émission. Ces décotes trouvent leur origine dans le réabondement de souches anciennes ayant des taux de coupons inférieurs aux taux de marché qui donnent lieu au cours de la vie du titre, au paiement par l'Agence France Trésor (AFT- responsable de la gestion de la dette) d'un coupon moins élevé que si l'agence avait émis une nouvelle ligne au taux de marché, avec en compensation une décote sur la valeur faciale de la souche (ou une prime, comme cela a été le cas jusqu'à l'année 2021 en situation inverse de taux de coupons plus élevés que les taux de marché). Cette pratique de l'AFT, si elle vise à assurer un volume et une liquidité suffisants pour chaque ligne de titres, occasionne toutefois un niveau important de moindres ressources en 2024, dans la lignée de ce qui avait été observé en 2023.

Ces mécanismes limitent les marges de manœuvre de l'AFT qui a dû se tourner, pour financer l'augmentation non prévue du déficit, vers l'utilisation accrue de titres de court terme, habituellement utilisés dans le cadre de la gestion infra-annuelle entre deux dates d'émissions de titre à moyen et long termes. Cette pratique, déjà mise en œuvre en 2020 pour financer les difficultés liées à la crise sanitaire, avait été également pratiquée en 2023 – l'encours de titres de court terme s'était accru de 20,8 Md€. Elle a été de nouveau largement reprise cette année hors de toute urgence. Les émissions annuelles de titres de court terme sont ainsi passées de 312 Md€ en 2022 à 345 Md€ en 2023 et à 413 Md€ en 2024. Leur impact financier est fortement accentué depuis 2023 par la remontée des taux courts. Ces titres pèsent donc beaucoup plus sur la charge de la dette : alors que leur coût net était de moins de 500 M€ en 2022, ils représentaient 5 650 M€ de dépenses sur le compte de commerce en 2023 et 6 437 M€ en 2024.

Finalement, tenant compte des arrivées à maturité de certains titres, l'encours de dette total augmente encore, à 2 602 Md€ à fin 2024, contre 2 430 Md€ fin 2023 et 1 823 Md€ fin 2019, soit une augmentation de plus de 40 % en cinq ans.

Un volume d'intérêts à payer toujours croissant

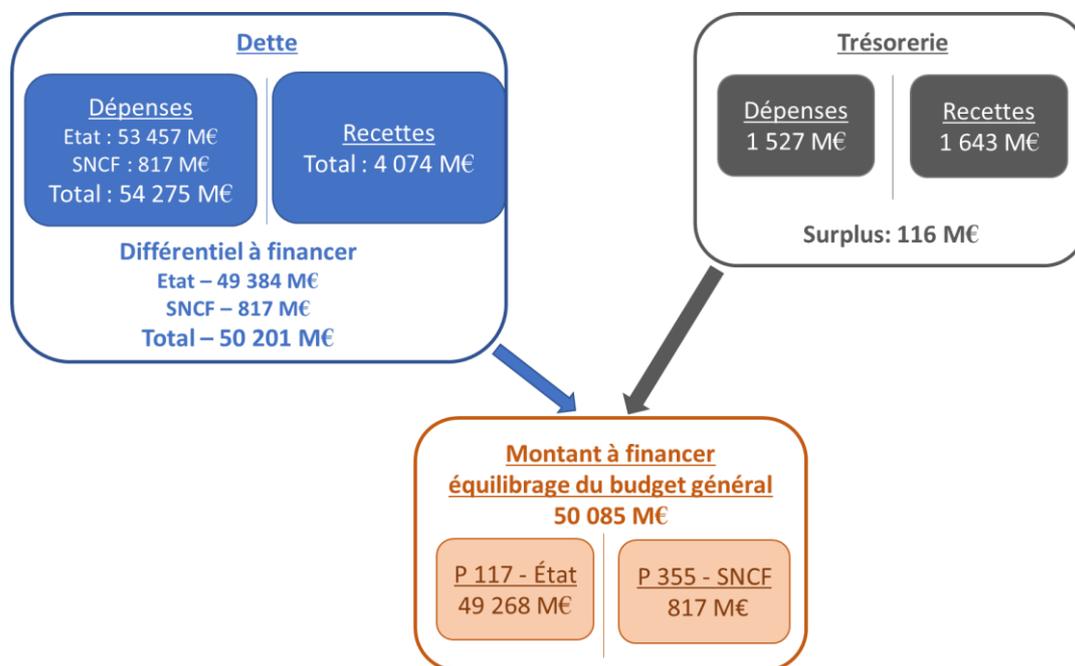
La charge de la dette de l'État atteint 49,3 Md€ en 2024, contre 53,9 Md€ en 2023. Si ce montant total baisse de 4,6 Md€ sur l'exercice, le volume des intérêts payés sur la dette est fortement croissant : de 41,5 Md€ en 2023, il passe à 46,5 Md€ en 2024. Le mouvement baissier total s'explique par la diminution de la charge d'indexation des titres indexés, de 15,8 Md€ en 2023 à 6,9 Md€ en 2024¹. Sa cause n'est donc pas à chercher dans une amélioration de la situation budgétaire française mais dans la donnée exogène qu'est l'inflation.

En parallèle de l'augmentation de la charge de la dette, la hausse des taux a aussi permis à l'AFT de mener des opérations de trésorerie (correspondant à des prêts avec ou sans garantie) qui ont dégagé un surplus de 116 M€, moins élevé qu'en 2023 (+530 M€).

In fine, le compte de commerce 903 aura nécessité en 2024 une alimentation de près de 50,1 Md€ du budget général, récapitulée dans le schéma suivant.

¹ Il faut ensuite tenir compte des recettes sur le compte de la dette de l'État, hors trésorerie, de près de 3 Md€ en 2023 et 4 Md€ en 2024 et de recettes de trésorerie de 0,5 Md€ en 2023 et de 0,1 Md€ en 2024.

Graphique n° 1 : économie du compte de commerce 903, exercice 2024



Source : AFT, Cour des comptes

Un pilotage des titres indexés sur l'inflation et des OAT vertes qui s'améliore

Les titres indexés sur l'inflation française (OAT i) ou européenne (OAT €i) représentent environ 9 % des émissions annuelles et entre 11 et 12 % de l'encours total de la dette de moyen et long termes de l'État. L'utilité des titres indexés est indéniable du point de vue des investisseurs qui cherchent à se couvrir contre l'évolution de l'inflation – notamment les banques portant du livret A à leur bilan – et l'AFT cherche, chaque année, dans le rapport qu'elle remet au Parlement sur la dette publique, à développer son analyse de l'apport de ces titres. Dans la lignée des recommandations précédentes de la Cour, elle a affiné son analyse en 2024.

S'agissant des OAT Vertes, l'impact financier peut se constater via l'existence d'un « *greenium* », de l'ordre de 0,02 %, qui rend les OAT Vertes légèrement plus favorables que les OAT classiques de maturité comparable. L'apport de ces titres verts en termes de diversification et de nouvelle demande pourrait cependant être davantage objectivé par l'Agence France Trésor. Toutefois, de telles avancées nécessiteraient des investissements humains et techniques qui peuvent ne pas être reconnus comme prioritaires dans l'environnement actuellement contraint de la dette de l'État.

Introduction

Conformément aux dispositions du II de l'article 22 de la loi organique relative aux lois de finances (Lof), le compte de commerce 903 – *Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État* retrace les opérations budgétaires liées à ces deux gestions. Le compte est divisé en deux sections. La section 1 retrace les opérations relatives à la dette et à la gestion de la trésorerie ; la section 2 retrace les opérations de gestion active de la dette au moyen d'instruments financiers à terme (swaps). La séparation en deux sections permet que soit inscrite au budget général la charge de la dette et de la trésorerie avant opérations de gestion active (swaps).

La première section du compte est équilibrée par des versements en provenance du budget général (programmes 117- *Charge de la dette et trésorerie de l'État* et 355 - *Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État*), qui constituent ses principales recettes. Conformément à l'article 113 de la loi de finances rectificative pour 2004 du 30 décembre 2004, cette section fait l'objet d'une autorisation de découvert évaluative. Cette autorisation a été maintenue à 17,5 Md€ dans la loi de finances initiale pour 2024, comme les années précédentes. La deuxième section enregistre les opérations de gestion active de la dette par des instruments financiers à terme (*swaps*) et notamment le programme mis en place par l'AFT entre septembre 2001 et juillet 2002 visant à réduire la durée de vie de la dette². Cette stratégie avait ensuite été suspendue, les conditions de marché ne justifiant plus son activation. Si l'encours de ces produits a ensuite progressivement baissé pour devenir nul à partir de fin 2021, la section est toutefois maintenue pour être utilisable en cas de réactivation du programme³.

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

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

La LFI pour 2024 avait ouvert 51,375 Md€ de crédits sur le programme 117 destiné à abonder en recette le compte de commerce 903 au titre de la dette de l'État, ce montant ayant été ajusté par décret et par la loi de fin de gestion. Le montant total des crédits ouverts au titre du programme 117 aura finalement été de 50,038 Md€. L'exécution au titre du programme 117 a atteint 49,268 Md€⁴, complétés de 817 M€ au titre de la dette SNCF.

² Dans une situation dans laquelle les taux courts sont plus faibles que les taux longs, réduire la maturité moyenne de la dette doit permettre de diminuer sur longue période, la charge d'intérêt, toutes choses égales par ailleurs.

³ Ce programme n'a pas été réactivé en 2024.

⁴ 49,384 Md€ de crédits au titre de la dette de moyen et long termes, desquelles vient se déduire le surplus de 116 M€ dégagé de la trésorerie.

Chapitre I

Des volumes d'émission toujours croissants

dans un contexte de remontée des taux

En 2022, la hausse marquée de l'inflation avait entraîné celle des taux d'emprunts à long termes des États de la zone euro, dont la France. La politique monétaire a commencé à s'ajuster à partir de l'été 2022. Si le mouvement de hausse des taux longs s'est tassé en 2023, les taux d'emprunts à court terme ont continué de suivre les hausses de taux de la Banque Centrale Européenne (BCE). En 2024, le mouvement haussier des taux de court terme a été interrompu puis inversé par trois baisses successives de ses taux directeurs par la BCE. En parallèle, les taux longs européens sont restés relativement stables, la situation française se distinguant toutefois par des tensions plus nettes que les autres pays suite aux événements politiques de l'été 2024.

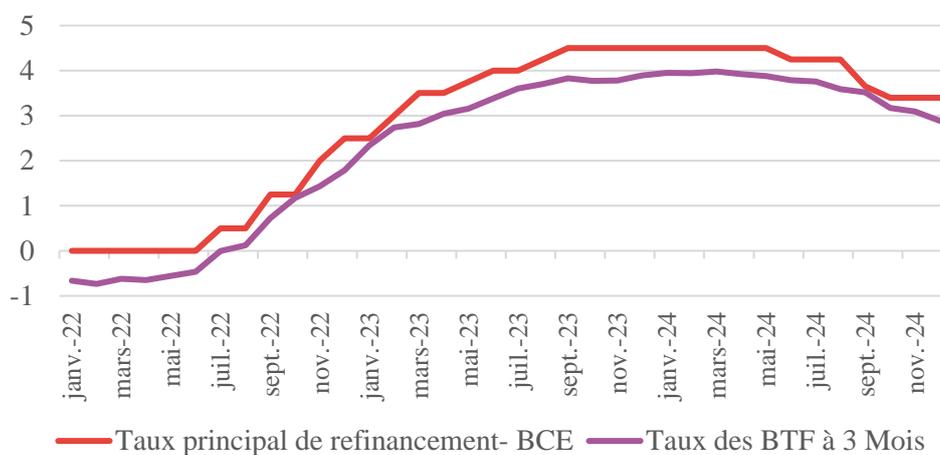
I - Une tension spécifique aux taux d'emprunt français

L'année 2024 a été marquée par la poursuite de la baisse de l'inflation, qui atteint, en zone euro 2,4 % en fin d'exercice. La normalisation de cette situation a permis à la BCE d'entamer en juin 2024 une baisse de ses taux directeurs. Le taux principal de refinancement est ainsi passé de 4,50 % début 2024 à 3,15 % en fin d'exercice.

Ces taux courts sont le point de départ de la courbe des taux française puisque leur mouvement est suivi par celui des taux des BTF⁵ émis par l'Agence France Trésor (AFT).

⁵ Bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés – titres de maturité inférieure à un an.

Graphique n° 2 : taux principal de refinancement de la BCE et taux courts français



Source : AFT

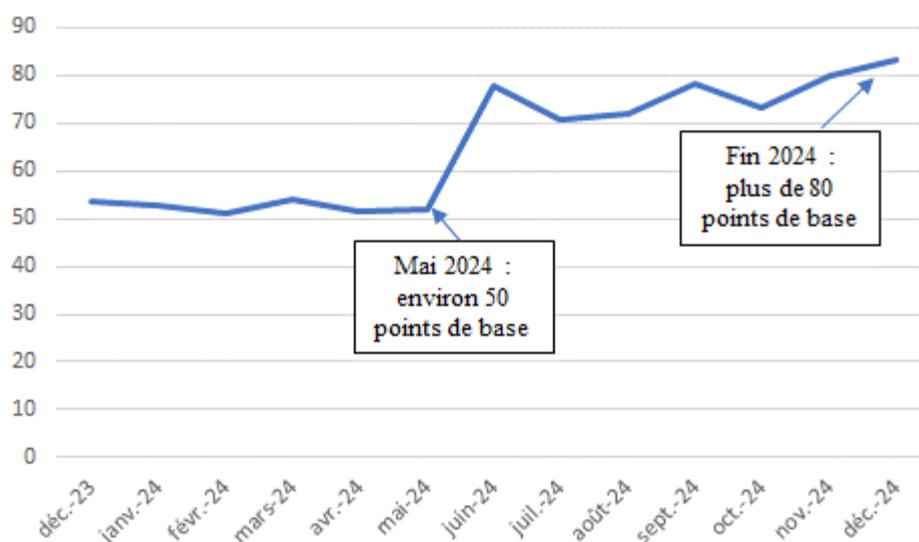
Les taux longs intègrent une notion de risques qui n'est quasiment pas présente dans les taux courts. Le taux à 10 ans français a augmenté en 2024, passant de 2,57 % fin 2023 à 3,20 % en fin d'exercice, soit une augmentation de plus de 60 points de base. Cette évolution s'est faite en deux temps : jusqu'au printemps, les taux français ont suivi la même évolution que les taux allemands⁶ mais leur évolution a divergé au second semestre 2024. Ainsi, entre le début de l'année et fin mai, les taux à 10 ans allemands et français s'étaient tous les deux accrus d'environ 60 points de base. Ensuite, le taux allemand⁷ a baissé d'environ 25 points de base sur la suite de l'exercice (pour terminer l'exercice 34 points au-dessus de son niveau de début d'année) alors que le taux français est en fin d'année de 63 points de base supérieur à celui du début de l'exercice.

Le différentiel de taux entre les titres à 10 ans allemand et français, qui sert fréquemment de mesure au risque propre porté par la France, a ainsi augmenté en 2024 suite à l'instabilité politique du deuxième semestre. Alors qu'il était stable en début d'année, le différentiel de taux entre la France et l'Allemagne s'est accru d'environ 30 points de base à l'automne.

⁶ Les taux allemands sont considérés comme un actif « sans risque » à l'échelle européenne, à l'aune duquel sont comparés les autres taux.

⁷ Par défaut, il est fait référence aux taux d'emprunt à 10 ans.

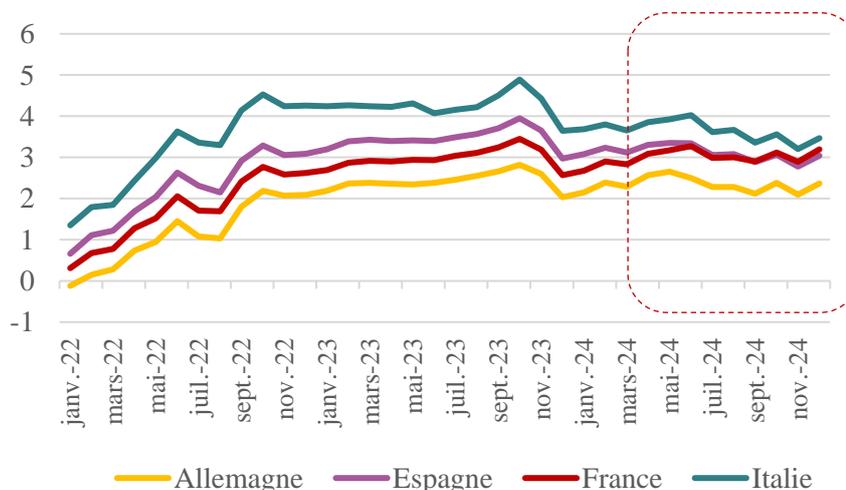
Graphique n° 3 : écart entre le taux à dix ans français et le taux à dix ans allemand (en points de base)



Source : AFT

La dynamique des taux longs français diffère donc de celle des principaux autres pays de la zone euro, comme le montre le graphique ci-dessous. Alors que le taux français était inférieur d'une trentaine de points de base au taux espagnol jusqu'en mai 2024, il est progressivement passé au-dessus de ce dernier pendant la deuxième partie de l'année. De même, alors que le taux français était inférieur de plus de 100 points de base au taux italien en début d'exercice, cet écart s'est réduit à moins de 30 points fin 2024. Début 2025, une légère décrue des taux français a toutefois été observée suite à l'adoption de la loi de finances.

Graphique n° 4 : taux à dix ans de différents pays européens

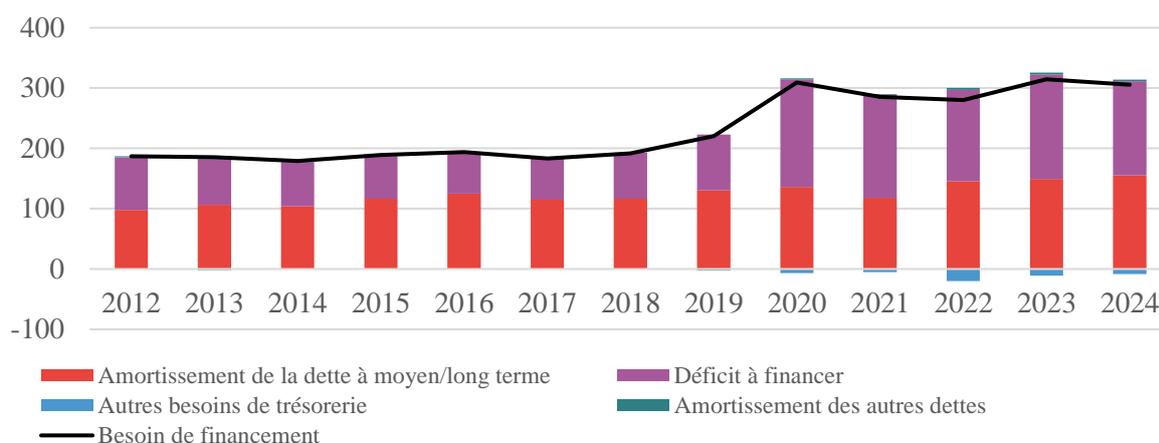


Source : AFT

II - Dans ce contexte, un besoin de financement plus élevé que prévu

En 2024, le besoin de financement de l'État s'est élevé à 305,7 Md€, en baisse de 9 Md€ par rapport à 2023 mais supérieur de 85 Md€ au niveau d'avant-crise sanitaire (220,5 Md€ en 2019).

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



Source : Cour des comptes

Le besoin de financement exécuté en 2024 est toutefois supérieur de près de 8,5 Md€ aux prévisions de la LFI pour 2024 (297,2 Md€ de besoin de financement prévu). Cette révision en cours d'exercice s'explique principalement par l'augmentation du déficit à financer (+9,4 Md€). En exécution, le déficit à financer représente 51 % du besoin de financement, soit un niveau légèrement inférieur à celui de 2023 (55 %).

Les « autres besoins de trésorerie » correspondent au retraitement des dépenses budgétaires non décaissées, donc sans impact en trésorerie et qui ne correspondent donc pas à un besoin de financement sur l'exercice, c'est-à-dire à la provision pour charge des OAT indexées (cf. infra) : elle est comprise dans le déficit budgétaire mais ne sera décaissée qu'avec le remboursement en principal de chaque titre indexé sur l'inflation. Ces « autres besoins de trésorerie » viennent diminuer le besoin de financement de 8,1 Md€ en exécution 2024, soit de façon légèrement plus marquée que ce qui avait été anticipé en LFI (-7,7 Md€).

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

<i>Besoin de financement</i>	2019	2020	2021	2022	2023	LFI 2024	Exec 2024
Amortissement de la dette à moyen et long terme	130,2	136,1	118,3	145,7	149,6	155,3	155,1
<i>Dont remboursement du nominal à valeur faciale</i>	128,9	130,5	117,5	140,8	144,5	151,1	151,1

<i>Besoin de financement</i>	2019	2020	2021	2022	2023	LFI 2024	Exec 2024
<i>Dont remboursement d'indexation versé à échéance sur les titres indexés</i>	1,3	5,6	0,8	5	5,1	4,2	4,0
Amortissement de la dette reprise de SNCF réseau	0	1,7	1,3	3	2,1	2,7	2,7
Amortissement d'autres dettes reprises	0	0,5	0	0	0,9	0	0
Déficit budgétaire	92,7	178,1	170,7	151,5	173,3	146,9	155,9
Autres besoins de trésorerie	-2,4	-6,9	-5,1	-20,2	-11,3	-7,7	-8,1
Total	220,5	309,5	285,2	280,0	314,6	297,2	305,7

<i>Ressources</i>	2019	2020	2021	2022	2023	LFI 2024	Exec 2024
Émission de dette à MLT	200,0	260,0	260,0	260,0	270,0	285,0	285,0
Ressources affectées à la CDP et consacrées au désendettement	0	0	0	1,9	6,6	6,5	6,5
<i>Variation de l'encours des titres de court terme</i>	-6	54,7	-6,2	-6,9	20,8	5,2	31,9
Variation des dépôts des correspondants	11,5	27,8	18,7	1,2	-11,5	0	-5,9
Variation des disponibilités du Trésor et des placements de trésorerie de l'État*	-5,7	-63,4	-4,4	35,2	47,6	0	-3,4
Autres ressources de trésorerie	20,6	30,4	17,2	-11,4	-18,8	0,5	-8,4
Total	220,5	309,5	285,2	280,0	314,6	297,2	305,7

Source : AFT

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

S'agissant des ressources de financement, le montant des émissions de dette de moyen et long termes est conforme aux prévisions de la LFI (285,0 Md€) et en hausse continue (cf.infra).

Un autre levier utilisé par l'AFT en 2024 a été l'émission d'un volume plus important de titres de court terme, ce fonctionnement ayant déjà été pratiqué en 2023. Cette ressource a permis de compenser l'évolution du déficit en 2024 et la perte des autres ressources (dépôts des correspondants et décotes nettes – cf. infra). Ces titres ont pour caractéristique d'être à intérêts dits « précomptés », c'est-à-dire estimés et payés à l'émission du titre. Sur 413 Md€ de titres de court terme émis en 2024 (contre 345 Md€ émis en 2023), 212 Md€ sont arrivés à maturité pendant l'exercice⁸. Étant donné le niveau élevé des taux courts en lien avec la politique

⁸ Ces titres ont une maturité de 13 à 52 semaines et sont émis de façon hebdomadaire.

monétaire restrictive de la BCE sur la première partie de l'exercice⁹, qui s'ajoute à ce volume en hausse de 68 Md€, cette stratégie aura eu un coût notable : les intérêts des BTF représentent 6 437 M€ dans les dépenses du compte de commerce, soit 11,5 % du total en 2024, contre moins de 9,5 % en 2023, alors que les taux étaient déjà remontés¹⁰.

Devant la difficulté à prévoir les mouvements de taux, les « autres ressources de trésorerie », principalement constituées des primes (chiffre positif) ou décotes (chiffre négatif) à l'émission, avaient fait l'objet d'une prévision modeste de 0,5 Md€ en LFI. Ces ressources complémentaires de trésorerie devaient avoir une contribution légèrement positive en 2024, elle aura été finalement nettement négative, à -8,5 Md€, du fait des taux en hausse, qui entraîne 13,6 Md€ de décotes à l'émission. (Cf. encadré)¹¹.

La variation des dépôts des correspondants est négative en 2024 (-5,9 Md€) mais moindre qu'en 2023 (-11,5 Md€). Le solde du compte du Trésor n'a pas été sollicité – sa contribution aux ressources de financement est ainsi négative à -3,4 Md€ en 2024). La trésorerie excédentaire accumulée lors des exercices 2020 et 2021 a globalement été consommée en 2022 et 2023 et ne constitue plus une ressource de financement mobilisable de manière substantielle. Ce mécanisme explique la nécessaire utilisation des autres ressources mentionnées plus haut.

Le mécanisme des primes et décotes

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

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

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

⁹ Les taux d'intérêts moyen sur les BTF sont restés quasiment stables entre 2023 et 2024 (cf. infra, 3,33% et 3,39% respectivement).

¹⁰ En 2022, les BTF à taux négatifs étaient aussi source de recettes pour le compte de commerce. Au total, sur cet exercice, ils avaient représenté un coût net de 498 M€.

¹¹ Le différentiel avec les -8,4 Md€ s'explique principalement par l'encaissement des suppléments d'indexation perçus à l'émission.

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

Les primes enregistrées en 2024 se sont élevées à 5,56 Md€ et les décotes à 19,20 Md€, aboutissant à un montant net de décotes de -13,64 Md€.

III - Des émissions et un encours de dette toujours en hausse

A - La hausse continue du volume d'émission dans un contexte de retrait de l'Eurosystème

Le montant des émissions nettes de l'AFT ne fait qu'augmenter, malgré la fin de la crise covid et la diminution de l'inflation en 2023. En effet, les émissions nettes de dette de moyen et long termes étaient de 200 Md€ en 2019, de 260 Md€ en 2020, 2021 et 2022, 270 Md€ en 2023 et sont passées à 285 Md€ en 2024, soit 100 Md€ de plus qu'en 2017.

Ainsi, le montant de titres de dette de l'État proposé aux marchés est en augmentation continue. Or, en parallèle, les dynamiques de demande de ces titres sont en cours de modification. En effet, l'Eurosystème avait développé des programmes d'achats massifs de titres, notamment d'État, à partir de 2014 et les avait renforcés en 2020 jusqu'à être considéré par certains investisseurs comme un « acheteur en dernier ressort » sur le marché secondaire des titres souverains. Au titre du seul programme d'urgence face à la pandémie, le PEPP, l'Eurosystème avait ainsi acheté plus de 158 Md€ de titres d'État français en 2021. Les achats nets de ce programme se sont poursuivis début 2022 ; 19,5 Md€ de titres français ont été achetés sur cet exercice. Au total, depuis sa mise en place, ce programme avait permis à l'Eurosystème d'acheter plus de 292 Md€ de titres français, soit environ une année d'émissions nettes.

Face à l'augmentation de l'inflation depuis 2022, l'Eurosystème se retire progressivement de ces programmes. En 2024, le montant non renouvelé des titres achetés dans le cadre du programme d'achat mis en place lors du covid 19 (*Pandemic emergency purchase programme - PEPP*) atteint près de 7 Md€ pour les titres français et 44 Md€ pour l'ensemble de la zone euro. La communication de la BCE s'attache à donner le plus de visibilité possible aux acteurs de marché, qui ont donc anticipé ce désengagement. Ce processus devrait permettre d'éviter des chocs de marché. Il n'en demeure pas moins qu'un acheteur important et rassurant de la dette française se retire progressivement.

B - Un encours de dette en constante augmentation

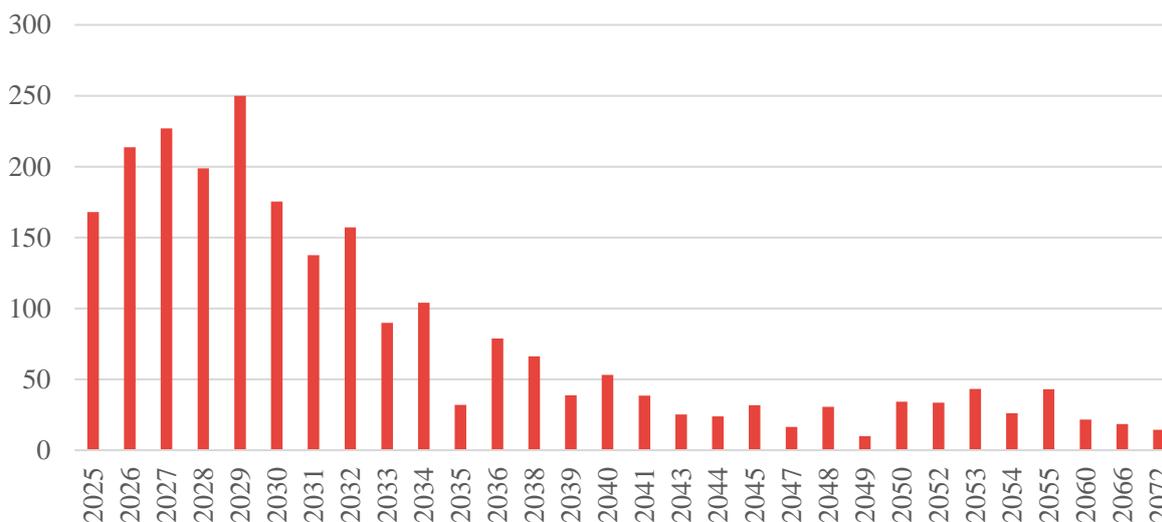
À fin 2024, l'encours de la dette négociable de l'État atteignait 2 602 Md€ dont 2 400 Md€ pour ce qui relève des titres de moyen et long termes et 201 Md€ pour les titres de

court terme. Il a donc augmenté de 1 075 Md€ en 10 ans (1 528 Md€ à fin 2014) et de près de 780 Md€ depuis 2019.

Sur l'exercice, la hausse est principalement portée par les titres de court terme, mais l'encours de moyen et long termes augmente également. Par rapport à 2023, l'encours de dette total augmente de 172 Md€ sur l'exercice (2 430 Md€ à fin 2023 soit +7,1 % sur l'exercice). Cette augmentation est de 139 Md€ sur le moyen et long termes (2 261 Md€ à fin 2023, soit +6,6 %) et de 32 Md€ sur le court terme (169 Md€ à fin 2023 soit + 19 %).

L'OAT de maturité la plus longue doit arriver à échéance en 2072¹². Elle avait été réabondée à hauteur de 1,5 Md€ en 2023 ; elle l'a à nouveau été en 2024, à hauteur de près de 1,3 Md€. Pour autant, une partie importante de la dette doit arriver à maturité dans les prochaines années : un peu plus de 50 % de la dette de moyen et long termes de l'État doit avoir été remboursée avant 2030 (échéance de 5 ans), près des trois quart à un horizon de 10 ans et près de 83 % à une échéance de 15 ans. En volume, le montant à rembourser d'ici dix ans est de près de 1 780 Md€.

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



Source : AFT

En dehors d'une légère baisse en 2008-2009, la maturité moyenne de l'encours de dette a augmenté, passant de 6,2 ans en moyenne en 2004 à 8,5 ans en 2022. Elle reste stable en 2023 et 2024.

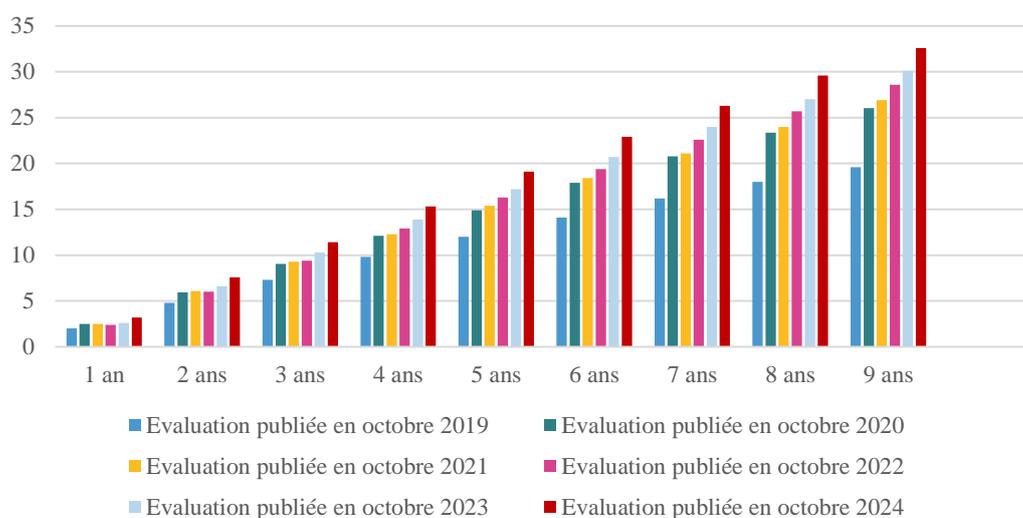
Enfin, la très forte croissance du volume de la dette de l'État depuis 2008 renforce de façon marquée sa sensibilité aux mouvements de taux. L'AFT estime ainsi qu'un choc supplémentaire de 1 % des taux par rapport au scénario de référence entraînerait un surcoût annuel sur la charge de la dette d'un peu plus de 19 Md€ à horizon de 5 ans et de 32,6 Md€ à horizon 9 ans. Toutes choses égales par ailleurs, du fait de l'augmentation très forte de

¹² OAT 0,5 % 25 mai 2072.

l'endettement ces dernières années, la sensibilité de la charge de la dette à horizon 9 ans a augmenté de 13 Md€ par rapport à 2019.

Dans le PLF 2025, l'AFT présente les conséquences du choc de taux de 1 % sur la charge de la dette à horizon 9 ans, contre un horizon 10 ans les années précédentes. Or, l'impact à 9 ans de cette hausse, tel qu'estimé fin 2024 (32,6 Md€ -cf. supra), est le même que celui qui était estimé à horizon 10 ans. La sensibilité s'accroît donc nettement sur le seul exercice 2024.

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



Source : PAP du programme 117 NB : présentation sur 9 ans et non plus sur dix dans le PAP du P117 pour le PLF 2025 par rapport aux dix ans des années précédentes

La dette de l'État français est détenue à 54,4 % par des investisseurs non-résidents, à 9,1 % par les compagnies d'assurances françaises, à 9,0 % par des banques françaises et à 26,2 % par d'autres investisseurs nationaux. Dans cette catégorie entre la Banque de France, qui mène, pour le compte de l'Eurosystème, les programmes d'achats décidés au niveau de la zone euro¹³. Deux ans auparavant, la part des non-résidents était de 49,3 %, celle des compagnies d'assurances françaises de 13 %, celle des banques françaises de 6,8 % et celle des autres investisseurs de 29,5 %. La baisse de cette dernière catégorie reflète le désengagement progressif des banques centrales au cours des années 2023 et 2024. À titre de comparaison en effet, au troisième trimestre 2019, avant la pandémie et le lancement d'un programme d'achat de titres spécifiques, la proportion de détention non résidente était de 54,9 % et celle des « autres » investisseurs nationaux, reflétant donc la Banque de France, était de 19,4 %. Le poids de cette dernière catégorie, qui avait pris de l'ampleur pendant la crise sanitaire est en train de décroître, entraînant un rééquilibrage au profit notamment des non-résidents.

La détention diffère selon la nature du titre, reflétant les utilisations spécifiques à chacun d'entre eux. En effet, les OATi (indexées sur l'inflation française) sont détenues à 82,8% par des résidents, témoignant de son utilisation comme instrument de couverture par les banques

¹³ Chiffres à la fin du troisième trimestre 2024. Le delta des chiffres est la possession des OPCVM français.

contraintes sur le Livret A. Il en est de même, mais dans une moindre mesure, pour les titres indexés sur l'inflation européenne (OAT*€i*), détenus à 67,8 % par des résidents. Les OAT nominales et surtout les BTF sont en revanche largement détenus par des non-résidents (à respectivement 51,8 et 85,9 %).

C - Des caractéristiques d'émission en lien avec le niveau des taux

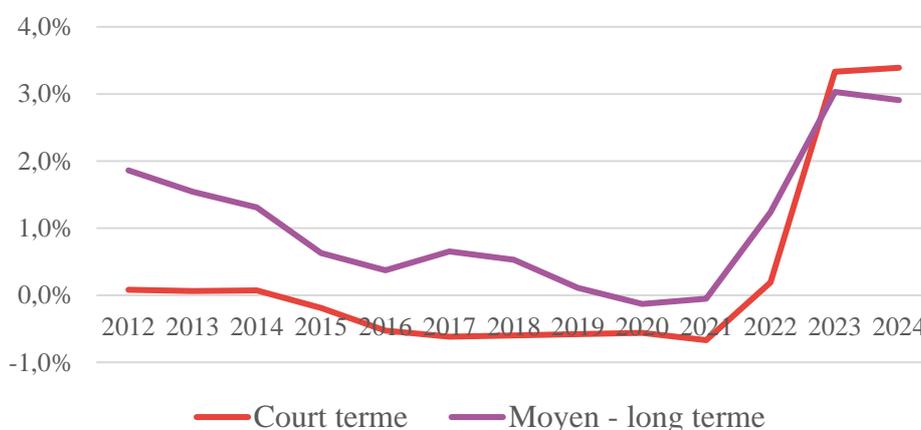
1 - Un taux moyen à l'émission qui reste élevé

En lien avec la forte hausse des taux observée entre mi-2022 et mi-2024, le taux moyen d'émission des titres français de moyen et long terme¹⁴ a nettement augmenté sur les trois derniers exercices.

Pour les titres de court terme, il est passé de 0,19 % en 2022 à 3,39 % en 2024. Ce niveau reflète la politique monétaire menée par la BCE, encore restrictive début 2024 avant trois premières baisses de taux décidées à partir de juillet.

Pour les titres de moyens et longs termes, il est passé de 1,43 % en 2022 à 3,03 % en 2023 et 2,91 % en 2024.

Graphique n° 8 : taux moyen à l'émission



Source : AFT

La décrue observée entre 2023 et 2024 dans un contexte de hausse des taux s'explique notamment par la nette baisse des taux d'intérêts en décembre 2023, qui a conduit à émettre début 2024 à des taux significativement moins élevés.

En parallèle, la maturité moyenne (pondérée) des OAT était de 11,0 ans en 2023 ; elle est de 11,2 ans en 2024. Les émissions de 2024 sont plus concentrées que celles de 2023 en termes de maturité : les titres de moyen-long termes ayant une maturité inférieure à 5 ans passe de 22 à

¹⁴ Titres nominaux seulement pour ce qui est du long terme – hors OAT*i* et *€i*.

18 % du volume émis de 2023 à 2024. À l'opposé, les titres ayant une maturité supérieure à 30 ans passent de 11 à 8 % des volumes émis.

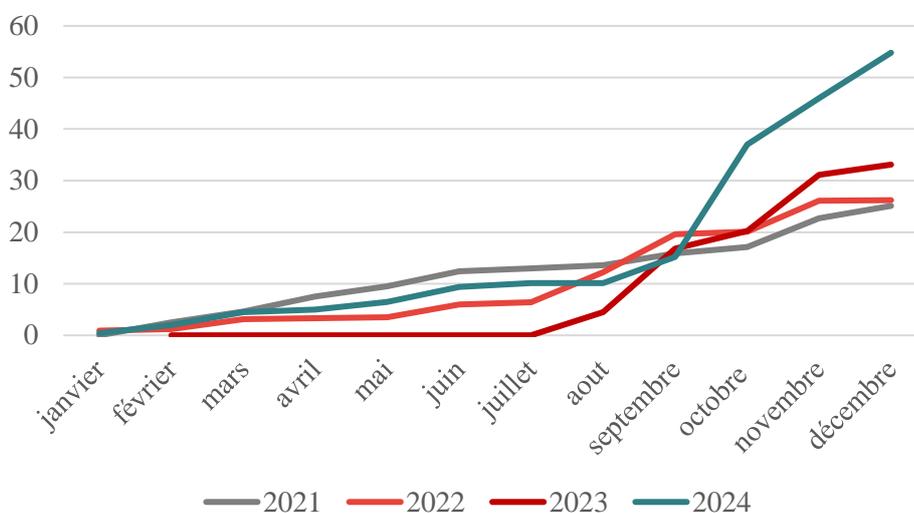
Le taux de couverture (*bid to cover*) sur la dette de moyen et long termes est en légère hausse en 2024 par rapport à 2023 (2,45 vs 2,30, après une légère augmentation par rapport à 2022 (2,25). La dette française bénéficie donc dans l'ensemble d'un niveau de demande satisfaisant, légèrement supérieur à celui de 2023.

2 - Une politique de rachats plus active que pour les exercices précédents et fortement concentrés sur la deuxième partie d'année

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

Alors que le rythme de ces rachats était relativement régulier en 2021, leur concentration sur la deuxième partie d'année s'accroît au cours des exercices 2022, 2023 et 2024, de façon de plus en plus marquée. En 2024, on observe une cassure nette du rythme de rachats à partir de septembre 2024. La bonne exécution du programme de financement et les opportunités de rachat pour l'AFT¹⁵ dans un contexte de hausse des taux au second semestre ont abouti à des rachats concentrés sur la deuxième partie d'année et plus importants que pour les exercices précédents : l'AFT a racheté près de 55 Md€ de titres en 2024, contre 33 Md€ de titres en 2023 et 26 Md€ en 2022.

¹⁵ Le prix et le taux d'une obligation évoluent en sens opposé : une augmentation des taux telle qu'observée au second semestre est synonyme de baisse du prix du titre, créant donc plus d'opportunités de rachats pour l'agence.

Graphique n° 9 : rachats cumulés, Md€

Source : AFT, Cour des comptes

Les émissions nettes des rachats avaient dépassé la cible annuelle de 285 Md€ dès fin novembre (288,1 Md€). Sur le mois de décembre, les volumes de rachats ont donc été plus importants que les émissions brutes : 5,8 Md€ de titres ont été émis et 8,8 Md€ de titres ont été rachetés, aboutissant, de façon inhabituelle, à des émissions nettes en baisse entre novembre et décembre (285 Md€ fin décembre).

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

En 2022, au total, 6,2 Md€ de primes et 19,8 Md€ de décotes avaient été enregistrées pour l'émission des titres de moyen et long termes, soit un montant net de décotes de 13,6 Md€. Après des primes nettes pouvant atteindre près de 31 Md€ en 2020 puis 16,9 Md€ en 2021, l'exercice 2022 avait donc marqué une inversion de tendance. Ce mouvement s'était poursuivi en 2023 puis en 2024, puisque le montant net des décotes atteint 13,64 Md€ pour le dernier exercice.

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

IV - Des titres spécifiques qui servent à la diversification des instruments de dette dans un contexte contraint

A - L'amélioration continue du pilotage des titres indexés

L'AFT indique émettre environ 10 % de son programme d'émissions annuel via des titres indexés. L'agence a ainsi émis 29,4 Md€ de titres indexés en 2024, dont 7,76 Md€ d'OATi et 21,67 Md€ d'OAT€i (Cf. encadré), soit environ 8,7 % des émissions brutes de moyen et long termes de l'année. S'agissant des encours, les titres indexés représentent 12 % de l'encours de dette de moyen et long terme.

Le fonctionnement des titres indexés

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

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

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

Les OATi sont considérés comme de meilleures couvertures du risque spécifiquement français, puisque c'est sur cet indice de dimension nationale qu'elles sont fondées, mais elles sont moins liquides que les OAT€i.

Pour décider des titres émis, l'AFT suit la demande des investisseurs, dans les bornes fixées par son programme indicatif de financement, qu'elle définit en décembre. Avant chacune de ses adjudications, l'AFT recueille les avis des investisseurs sur les titres que ces derniers aimeraient voir l'agence émettre. Elle décide ensuite des titres qui seront émis et annonce une fourchette indicative de volume.

Au-delà du suivi de la demande, l'AFT utilise deux éléments pour piloter son offre de titres indexés. Le premier point d'attention est le niveau indicatif de 10 % des émissions annuelles mentionné plus haut. Ce chiffre est connu des spécialistes en valeur du Trésor¹⁶. Il est indicatif mais apparaît tout de même dans les échanges entre l'agence et le cabinet du ministre

¹⁶ Banques qui achètent les titres sur le marché d'émission, dit « marché primaire ».

et dans les publications de l'agence. Pourtant, et malgré la publicisation dont il fait l'objet, ce niveau indicatif de 10% d'émissions annuelles de titres indexés n'est que très peu documenté. Le second porte sur le montant d'encours de titres indexés. Une note, datant de 2006¹⁷, modélisait plusieurs stratégies d'endettement pour conclure « *qu'une augmentation de la partie indexée de la dette dans l'encours total jusqu'à 20 % pourrait diminuer à la fois le coût et la variabilité budgétaires* ». C'est sur l'encours de titres indexés que l'AFT explique focaliser son analyse de risques, plus que sur le volume annuel d'émission, puisque le risque encouru et la charge de la dette dépendent de l'encours et non des émissions annuelles.

En 2022, la Cour des comptes avait signalé que le marché des obligations indexées nécessitait une vigilance particulière¹⁸. Le rapport sur le budget de l'Etat en 2022¹⁹, publié en avril 2023, avait également comme première recommandation : « *Dans le contexte de reprise de l'inflation, actualiser rapidement les conditions et limites des émissions de titres indexés* ». Dans la lignée de cette recommandation, un rapport de l'Assemblée nationale, déposé en juin 2023, avait été consacré à ces titres indexés²⁰. Il recommandait d'améliorer l'évaluation des impacts des titres indexés sur le budget de l'État et, si nécessaire, de réviser les cibles et l'encadrement des émissions²¹.

Dans ce contexte de questionnements, plusieurs avancées ont été réalisées par l'AFT pour affiner le pilotage de ces titres.

D'abord, la note mentionnée plus haut, relative à la proportion de 20 % de titres indexés dans le total de l'encours et datant de 2006, avait été réactualisée en 2023. Les principaux résultats de cette actualisation figurent dans le rapport sur la dette des administrations publiques²². Les simulations, à date comme rétrospectives sur les 15 dernières années (de 2008 à 2023), tiennent compte de la forte hausse du ratio de dette rapportée au PIB. Elles suggèrent une part optimale de titres indexés comprise entre 10 % et 20 %, et de 17 % en moyenne afin de diminuer à la fois le coût budgétaire moyen et le risque encouru, soit un niveau nettement au-dessus du poids actuel des titres indexés dans l'encours total de dette négociable de l'État, d'un peu plus de 11 %.

Ensuite, l'AFT publie un suivi de ce programme annuellement dans le rapport sur la dette des administrations publiques, annexé au PLF. L'agence y a régulièrement amélioré la méthodologie qu'elle utilise pour estimer les coûts et gains du programme d'obligations indexées. Cette dernière a ainsi été mise à jour sur deux points dans le rapport d'octobre 2024 par rapport au précédent.

D'une part, la méthodologie tient désormais compte du fait que les provisions d'indexation ne sont pas décaissées immédiatement mais lors du remboursement du titre. En

¹⁷ Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques, DGTPE, *Une modélisation analytique des stratégies d'endettement de l'État*, n° 99 – Fév. 2006.

¹⁸ Cour des comptes, *La gestion de la dette publique et l'efficacité du financement de l'État par l'Agence France Trésor*, février 2022.

¹⁹ Cour des comptes, *Le budget de l'État en 2022 (résultats et gestion)*.

²⁰ Rapport d'information n° 1314 sur les obligations assimilables du Trésor indexées sur l'indice des prix à la consommation en France et sur l'indice des prix de la zone euro.

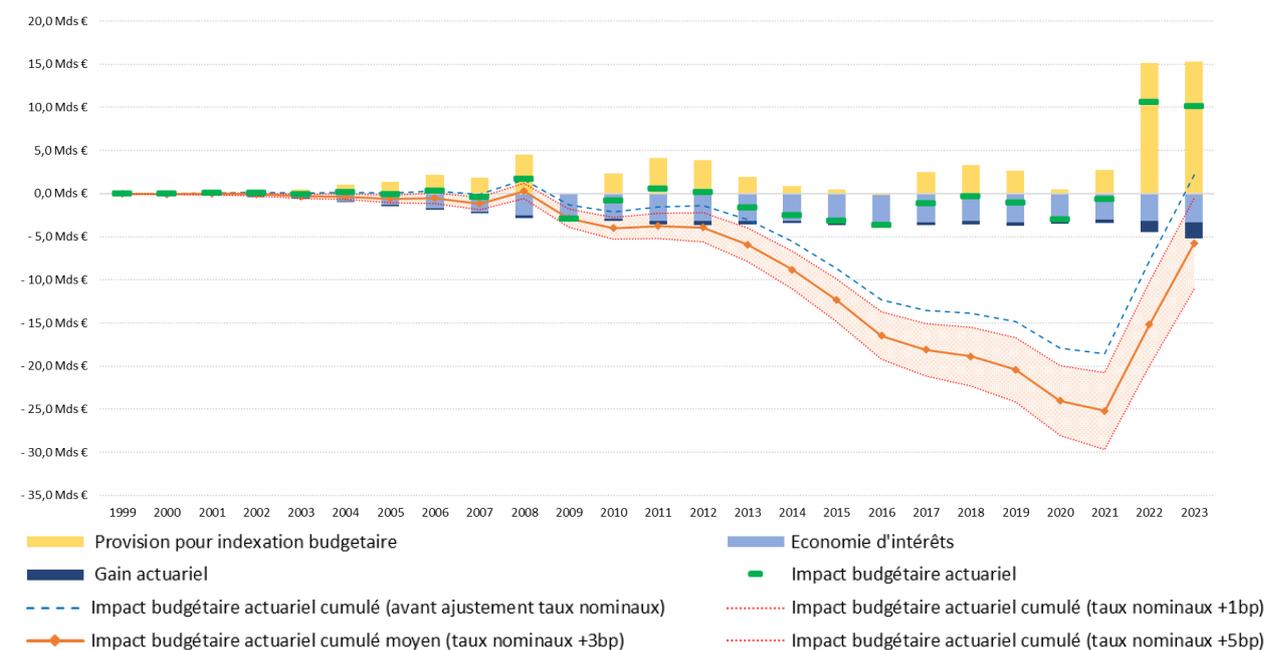
²¹ Le rapport va aussi plus loin en demandant une mise en extinction de ces titres, ce qui dépasse largement les recommandations de la Cour.

²² Rapport sur la dette des administrations publiques (2023). Pages 33 et suivantes.

effet, la provision annuelle ne nécessite pas de financement immédiat contrairement aux intérêts payés annuellement des obligations nominales : cela se traduit par un moindre endettement transitoire dans la situation où une obligation indexée est émise plutôt qu'une obligation nominale. Ces économies liées à un gain de trésorerie permis par les obligations indexées par rapport à des émissions nominales apparaissent en bleu foncé sur le graphique et se cumulent sur longue période. La somme des trois effets (jaune : provision pour indexation ; bleu ciel : moindres intérêts nominaux ; bleu foncé : économies liées au moindre endettement) est présentée par le trait vert et le cumul de l'impact budgétaire brut depuis la mise en place de ce programme est symbolisé par la ligne bleue en pointillé.

D'autre part, l'absence d'émissions d'obligations indexées aurait dû être compensée par une hausse des émissions d'obligations nominales. Or, un report du volume d'émissions actuellement réalisées sur des titres indexés vers les titres nominaux, pour lesquels les volumes émis sont déjà très conséquents, se traduirait par une dégradation des conditions de financement nominales. Cet effet n'est par définition pas observable : il doit donc être estimé et l'effet net est ajouté dans le graphique (courbe orange avec intervalle de confiance). Peu d'études ont abordé ce sujet directement mais il est estimé par l'AFT à entre 1 et 5 points de base, via le croisement de deux méthodes d'évaluation²³.

Graphique n° 10 : Impact des obligations indexées



²³ La première méthode mobilise la littérature étudiant l'impact de la réduction du bilan de la BCE sur les taux d'intérêt. La deuxième méthode repose sur l'observation que les taux d'intérêt croissent avec le volume d'émission de dette. Il est possible d'estimer ce lien en rapportant, sur la base de données historiques, le niveau de spread des taux d'intérêt payés par la France par rapport à l'Allemagne au ratio de dette de moyen long terme (OAT) émis par la France / PIB.

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

En 2017, la France avait été le premier État à émettre une obligation verte souveraine pour une taille de référence (l'OAT 1,75 % 25 juin 2039). Plusieurs titres verts ont été créés depuis. En janvier 2024, l'AFT a émis une nouvelle obligation souveraine verte, d'une maturité de 25 ans pour un montant de 8 Md€. Ces titres sont régulièrement réabondés, afin d'atteindre des volumes leur permettant une liquidité suffisante. Au total, un montant de 14,17 Md€ de titres verts a été émis en 2024, à comparer à 10,18 Md€ émis au titre de l'année 2023.

Le montant des dépenses vertes éligibles auxquelles sont adossées les émissions des obligations vertes de l'État s'est élevé à 15 Md€ pour 2024, contre 11 Md€ pour l'année 2023. L'intégration des dépenses d'aide publique au développement orientées vers la lutte contre le changement climatique ainsi que la hausse des subventions publiques aux énergies renouvelables ont notamment permis d'augmenter l'assiette des dépenses vertes éligibles et donc les émissions d'OAT afférentes.

Le cadre des OAT vertes est clairement défini dans un document spécifique régulièrement mis à jour par l'AFT. En matière d'apport financier, l'existence d'un différentiel de taux, légèrement inférieur pour les OAT vertes que pour les OAT classiques (« *greenium* »), suggère une demande particulière pour ces actifs. À l'occasion des abondements, l'AFT a noté un léger différentiel de taux en faveur des OAT vertes - par rapport à ce qu'aurait été le taux théorique, pour une obligation de même maturité ou de même durée – de l'ordre de deux points de base (soit 0,02 %).

Quantifier la demande supplémentaire effectivement apportée par les OAT vertes – donc des investisseurs étant moins ou non présents pour les OAT classiques - est un exercice difficile, puisque, par nature, les investisseurs ne communiquent pas ou peu de chiffres sur les montants qu'ils comptent consacrer à tel ou tel type de produit. L'AFT peut constater, de façon qualitative, dans ses contacts avec les investisseurs, que certains d'entre eux ont des contraintes sur le caractère « vert » de leurs investissements. Elle peut aussi mesurer la présence d'investisseurs spécifiques lors des syndications²⁴ de titres verts par rapport aux syndications classiques. Certains approfondissements permettant de mieux appréhender cette mesure pourraient être envisagés (enquête spécifique auprès des investisseurs, sollicitations des institutions financières françaises en anonymisant les résultats, etc.). Toutefois, ils nécessitent un investissement humain et technique important, qui peut ne pas être jugé prioritaire dans un environnement de finances et de dette publiques contraint.

²⁴ L'AFT utilise deux types d'opérations pour émettre ces titres, les adjudications et les syndications.

Chapitre II

Des intérêts de la dette qui augmentent

I - Une charge de la dette toujours très élevée

La LFI pour 2024 avait ouvert 51 375 M€ de crédits sur le programme 117 destiné à abonder en recette le compte de commerce 903 au titre de la dette de l'État. Tenant compte d'autres ajustements²⁵, le total finalement ouvert sur ce programme est de 50 038 M€. La dépense du compte de commerce au titre de la charge de la dette de moyen et long termes de l'État aura finalement été de 53,46 Md€. De ce montant peuvent être déduits deux éléments. Le premier rassemble les recettes liées à la dette de moyen-long terme, de 4 074 M€ ; le second relève du surplus dégagé par la trésorerie (116 M€, cf. infra). Finalement, la charge de la dette de l'État, telle qu'exécutée par l'apport du programme 117, atteint donc 49 268 M€.

Si l'on inclut la dette SNCF réseau (soit l'ensemble du compte de commerce 903), le montant à financer par le budget général atteint un total de 50 085 M€ en exécution.

Les dépenses liées à la dette correspondent à la charge d'intérêts des titres (46,45 Md€ dont 2,48 M€ sur les OAT indexées et 43,97 Md€ pour les OAT nominales et les BTF²⁶) et à la charge d'indexation du capital des obligations indexées, pour 6,97 Md€. Cette dernière est en forte baisse par rapport aux exercices 2022 et 2023, du fait de la diminution marquée de l'inflation sur l'exercice.

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

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

Dépenses	Intérêt des OAT (hors indexés) et BTF	Intérêt des OAT indexées	Indexation du capital des OAT indexées	Frais et commissions	Intérêt sur les dettes reprises par l'État (SNCF)	Total des dépenses	Total des dépenses, État seul
2019	34 837	3 141	2 764	18	99	40 859	40 760
2020	31 649	3 016	458	32	99	36 254	36 155
2021	32 334	2 522	3 022	43	773	38 694	37 921

²⁵ 800 M€ d'annulation de crédits par décret et 537 M€ en LFG.

²⁶ Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt - titres à court terme, de maturité initiale inférieure ou égale à un an.

Dépenses	Intérêt des OAT (hors indexés) et BTF	Intérêt des OAT indexés	Indexation du capital des OAT indexés	Frais et commissions	Intérêt sur les dettes reprises par l'État (SNCF)	Total des dépenses	Total des dépenses, État seul
2022	32 549	2 759	15 530	26	906	51 770	50 864
2023	38 755	2 719	15 802	20	987	58 283	57 296
2024	43 972	2 479	6 965	44	817	54 277	53 460

Recettes	Coupons courus des OAT	Produits des émissions de BTF*	Intérêts sur instruments de couverture	Total recettes
2019	1 080	664	19	1 763
2020	937	956	21	1 914
2021	639	1 034	4	1 677
2022	1 100	359	1	1 460
2023	2 973	-	-	2 973
2024	4 074	-	-	4 074

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

**Si les taux sont négatifs.*

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

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

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

Tout d'abord, elle ne se calcule pas de la même façon en comptabilité budgétaire et en comptabilité générale. D'un côté, la comptabilité budgétaire s'appuie sur l'article 125 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999 (LFI 2000) et se fonde sur l'inflation observée de mai N-1 à mai N pour le calcul de la provision relative à l'année N dans le PLF, celle-ci n'étant pas ajustée par la suite. De l'autre côté, la provision passée dans le compte général de l'État en comptabilité générale est calculée au terme de l'exercice et prend en compte le mouvement d'inflation sur l'ensemble de l'année. Le décalage entre comptabilité budgétaire et générale peut être massif en cas de mouvement rapide de l'inflation. Ainsi, en 2022, cette provision était de 15,5 Md€ en comptabilité budgétaire et de 22 Md€ en comptabilité générale. En 2023, elle est de 15,8 Md€ en comptabilité budgétaire et de 8,5 Md€ en comptabilité générale. En 2024, elle est de 6,97 Md€ en comptabilité budgétaire et 4,7 Md€ en comptabilité générale.

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

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

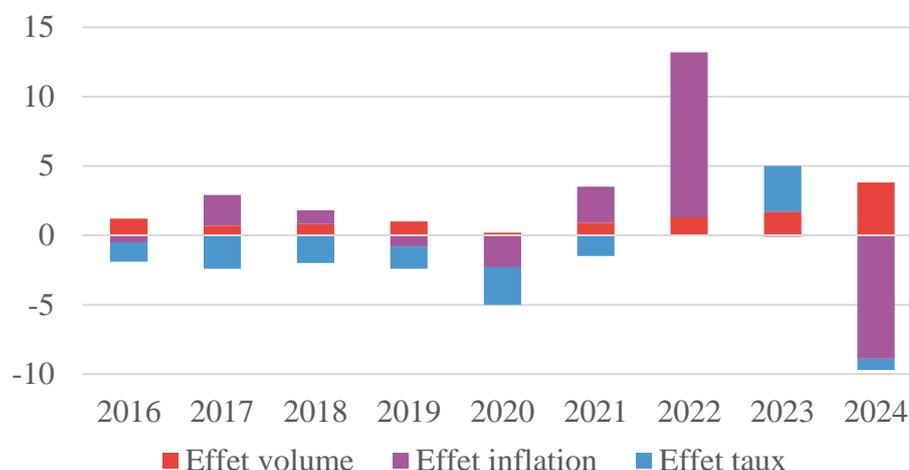
La trésorerie permet en 2023 de dégager un surplus de 116 M€ (cf. infra), venant minorer le nécessaire équilibrage par le budget général de la dette de moyen et long termes. *In fine*, la charge de la dette, définie comme le nécessaire rééquilibrage du compte par le budget général et incluant l'État et la SNCF, atteint donc 50 085 M€ en 2024 (contre 54 780 M€ en 2023). Sur le seul périmètre de l'État, la charge de la dette comme versement du budget général par le programme 117 est de 49 268 M€.

La diminution de 4,9 Md€ par rapport à 2023 peut se décomposer analytiquement en trois effets. Le premier est l'augmentation du volume de dette, représentant 3,8 Md€ de charge d'intérêt supplémentaire (on peut parler d'un « effet volume »). Le second est la hausse des taux d'intérêts (ou « effet prix »). Cet effet est cette année favorable, à -0,8 Md€, ce qui s'explique par le fait que le taux de coupon moyen de la dette de moyen et long termes émises en 2023 (2,18%) a été moins élevé que celui de la dette amortie sur le même exercice²⁷. Le troisième est l'effet de l'inflation, fortement favorable cette année. En effet, la baisse de l'inflation sur l'exercice permet de faire baisser la charge de la dette de 8,9 Md€ cette année²⁸.

²⁷ Ce qui compte est bien l'exercice N-1 car les obligations émises en 2023 ne commencent à porter coupon qu'en 2024.

²⁸ La différence avec le total de -4,9 Md€ vient d'un effet calendaire qui s'explique notamment par la date de détachement du coupon : par exemple, si l'État émet en septembre d'une année N une OAT dont le coupon doit être payé le 25 février, la comptabilité budgétaire n'enregistrera pas de dépense en année N ; si l'État avait émis une OAT dont le coupon doit être payé le 25 novembre, la comptabilité budgétaire aurait enregistré une dépense équivalente au coupon plein. À grande échelle, ce phénomène vient brouiller les répartitions entre exercices des charges liées au paiement des coupons, il est donc mis à part dans l'analyse.

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

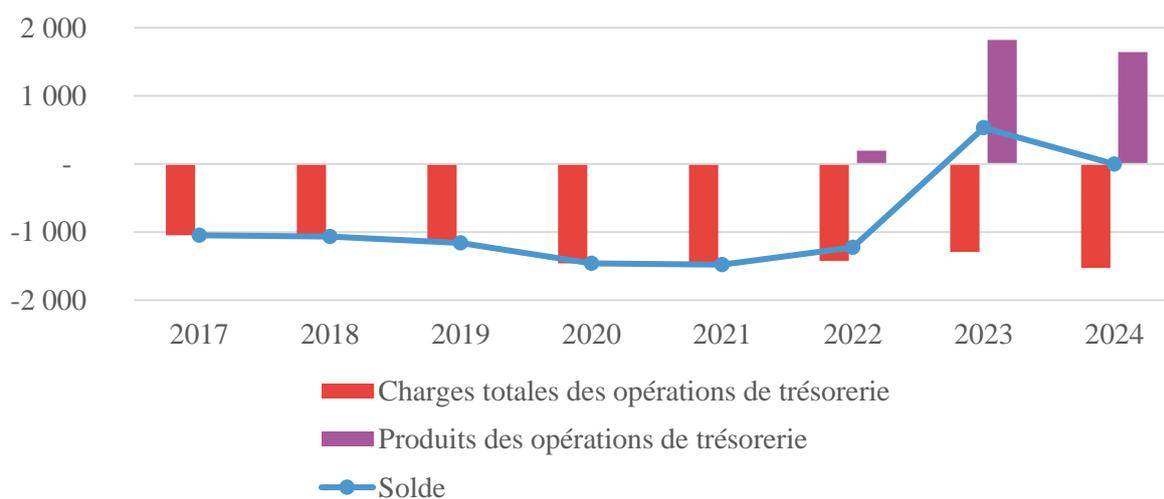


Source : AFT

II - Des opérations de trésorerie légèrement excédentaires

La gestion de la trésorerie avait permis de dégager un surplus de 530 M€ en 2023. Ce chiffre baisse mais reste positif en 2024 à 116 M€.

Graphique n° 12 : solde des opérations de trésorerie



Source : AFT, Cour des comptes

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

Dépenses	Intérêt des comptes des dépôts des CT	Intérêt des opérations inter-bancaires	Intérêts du compte courant du Trésor à la Banque de France	Rémunération des fonds non consommables versés par l'État	Charges totales des opérations de trésorerie
2019	177	37	194	752	-1 160
2020	183	38	485	754	- 1 460
2021	163	31	536	751	-1 481
2022	180	20	472	752	-1 424
2023	531	10	-	752	-1 292
2024	714	61	-	752	-1 527

Recettes	Gestion de la trésorerie	Recettes diverses	Produits totaux des opérations de trésorerie
2019	-	-	-
2020	-	-	-
2021	-	2	2
2022	197	-	197
2023	1 822	-	1 822
2024	1 623	20	1 643

Source : AFT

A - Les recettes de trésorerie

Jusqu'en 2021, les taux négatifs conduisaient à « rémunérer négativement » les dépôts de l'État placés à la Banque de France, c'est-à-dire que l'État payait pour placer ses liquidités. En 2022, la remontée des taux et leur passage dans une zone positive avait eu deux conséquences en termes de trésorerie. D'abord, ce n'est plus l'État qui payait la Banque de France pour le placement de sa trésorerie. Au contraire, l'État est rémunéré désormais positivement par la Banque de France (voir encadré sur les évolutions de cette rémunération). La seconde conséquence de la remontée des taux à des niveaux positifs tient aux modalités de pilotage de la trésorerie par l'AFT. Celle-ci s'appuie en effet sur des prévisions quotidiennes, qui permettent d'évaluer les montants nécessaires au financement des opérations à venir. Ainsi, les excédents temporaires de trésorerie peuvent être placés sur le marché interbancaire, sous deux formes principales que sont les dépôts dits « en blanc » (sans garantie) ou les opérations de pensions livrées. Ces dernières sont des prises en pension de titres d'État qui sont des prêts de l'AFT garantis par les titres (dits « de collatéral ») qu'elle reçoit de la banque emprunteuse de liquidités. Dans l'intérêt financier de l'État, ces placements actifs ne sont effectués que si

leur rémunération est supérieure à celle proposée par le compte du Trésor à la Banque de France (€STR minoré de 20 points de base - cf. encadré).

La poursuite de la gestion active a permis de maintenir un niveau notable de recettes de trésorerie, à hauteur de 1 643 M€. Le montant en repli par rapport à 2023 (1 822 M€) s'explique par la baisse du volume moyen de trésorerie à placer.

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

Les règles de rémunération du compte du Trésor à la Banque de France en vigueur, fixées par la Banque centrale européenne, prévoient qu'au-delà d'un seuil, le solde soit rémunéré à 0 %²⁹. Cependant, dans le cadre de la normalisation de sa politique monétaire à l'automne 2022, la BCE avait décidé de supprimer temporairement, jusqu'au 30 avril 2023, ce plafond de 0 %³⁰. Ainsi, entre ces deux dates, les montants déposés avaient été rémunérés au taux le plus bas entre l'€STR³¹ et le taux de facilité de dépôt de la BCE. À compter du 1er mai 2023³², un plafond de rémunération égal au taux €STR minoré de 20 points de base avait été introduit et il a été maintenu en 2024. La convention passée entre la Banque de France et l'AFT pour la tenue du compte du Trésor se cale sur ces différentes évolutions.

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

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

La part la plus importante des dépenses relève des dépôts des correspondants effectués dans le cadre des PIA, qui conservent des conditions de rémunérations plutôt favorables (4 % pour le Plan Campus de 2008, 3,4 % et 2,5 % pour les PIA 1 et 2). De nombreuses conventions entre l'État et les opérateurs des PIA devaient arriver à échéance en 2020, pour un total de 22 Md€. Elles ont été reconduites dans les mêmes conditions de taux alors que les taux de marché avaient significativement baissé depuis, ce que la Cour a critiqué dans les NEB récentes³³ ainsi que dans son rapport de 2021 sur les PIA³⁴. La rémunération de ces fonds non consommables versée par l'État représente le principal poste de dépense de la trésorerie depuis

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

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

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

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

³³ NEB 2019 ou 2020.

³⁴ Publication *Le programme d'investissement d'avenir : un acquis à consolider, un rôle spécifique à mieux définir* octobre 2021.

2017, stable à hauteur d'environ 750 M€ par an, et alors même que ces opérations ne se rattachent pas réellement à la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État.

En dehors de l'exception des PIA, le décret du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaire et comptable publique (GBCP) pose comme principe général l'absence de rémunération des fonds déposés au Trésor. Pour autant, les déposants obligatoires (collectivités locales et établissements publics), sur autorisation express ou de droit, et les déposants facultatifs peuvent placer leurs liquidités sur un ou plusieurs comptes à terme (CAT) ou un compte de placement rémunéré (CPR). La rémunération de ces comptes est fixée par l'arrêté du 24 janvier 2013³⁵; elle est établie en référence aux taux courts (avec un plancher à 0 % qui s'appliquait dans le contexte des taux d'intérêts négatifs). Environ 10 % de ces encours donne chaque année lieu à une rémunération.

La variation de l'encours des collectivités locales (-5,0 Md€) provient notamment d'une baisse de l'encours des départements (-2,4 Md€) et dans une moindre mesure de celles des communes (-1,9 Md€) et des régions (-0,5 Md€). Cette baisse semble liée à l'augmentation des taux d'emprunt, poussant les collectivités locales à solliciter leur trésorerie accumulée lors de la période de taux bas avant d'emprunter des fonds.

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

En Md€	Encours au 31/12/2024	Encours au 31/12/2023	Variation
Collectivités et établissements publics locaux dont	68,089	73,086	-4,998
<i>Régions</i>	<i>1,244</i>	<i>1,768</i>	<i>-0,525</i>
<i>Départements</i>	<i>6,592</i>	<i>8,968</i>	<i>-2,376</i>
<i>Communes</i>	<i>29,144</i>	<i>31,023</i>	<i>-1,879</i>
<i>EPCI et autres EPL</i>	<i>23,164</i>	<i>22,966</i>	<i>0,198</i>
<i>Hôpitaux</i>	<i>7,945</i>	<i>8,361</i>	<i>-0,416</i>
Établissements publics nationaux	47,884	48,568	-0,683
Banques centrales africaines	7,532	7,42	0,112
Union européenne	2,533	3,65	-1,118
Autres	32,582	31,841	0,741
Total	158,62	164,566	-5,946
Investissements d'avenir	37,605	37,32	0,284

Source : AFT, DGFIP

³⁵ Arrêté du 24 janvier 2013 portant application des articles 43 à 47, 134, 138, 141, 142, 143, 195 et 197 du décret n°2012-1246 du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaires et comptable publique et encadrant les comptes de disponibilité et les dépôts de fonds au Trésor.

En 2024, les intérêts payés par l'État aux déposants (hors PIA) ont atteint un total de 581,6 M€, soit une hausse de 84 M€ par rapport en 2023 (elle-même appliquée sur une augmentation de 318 M€ par rapport à 2022).

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Bpifrance	42,6	90,7	91,9	113,9	131,1	196,7	194,8
Banques centrales africaines	54,8	62,6	68,8	38,2	43,1	269,6	324,1
Compte de dépôt de l'IEOM	29,8	23	22	11	0	0	0
Autres	0,3	0,3	0,3	0,3	5,2	31,4	62,7
Total	127,5	176,6	183,0	163,4	179,5	497,6	581,6

Source : AFT

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

Les taux directeurs de la BCE, globalement élevés en 2024 et dans leur sillage des taux des BTF, explique dans l'ensemble l'augmentation des rémunérations. Les conditions diffèrent selon les déposants.

Pour les dépôts des banques centrales africaines, qui ont généré 324,1 M€ d'intérêts à payer par l'État en 2024, des conventions de compte sont passées avec chacune, dans le cadre d'accords de coopération entre la France et les États de ces unions monétaires. Pour la Banque Centrale des Comores (BCC) le taux en vigueur est le taux de facilité de prêt marginal de la BCE, avec un plancher à 2,5 %. Pour la Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC), les taux en vigueur sont le taux de facilité de prêt marginal de la BCE sur le solde créditeur jusqu'à la moitié des avoirs extérieurs totaux, avec un plancher en toute hypothèse à 0,75 %, et le taux de refinancement de la BCE sur le solde créditeur allant au-delà de la moitié des avoirs extérieurs.

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

L'évolution de la ligne « Autres » résulte principalement d'évolution de la situation de l'Unédic. Ses dépôts étaient répartis entre un compte à vue, dont la rémunération est définie dans une décision ministre de 2023³⁶, et une enveloppe déposée pour un horizon d'une année, dont la rémunération a été fixée par une décision ministre de 2023 par rapport au taux BTF 12 mois diminué de 0,05 %. L'enveloppe étant arrivée à échéance en août 2024, la totalité des intérêts a été versée sur cet exercice.

³⁶ Qui fixe celle-ci par rapport au dernier taux BTF à 3 mois diminué de 0,05%.

Chapitre III

La conformité aux principes et règles du droit budgétaire

L'alinéa 9 de l'article 34 de la Lolf prévoit que la LFI de l'année « fixe le plafond de la variation nette, appréciée en fin d'année, de la dette négociable de l'État d'une durée supérieure à un an ». Pour l'exercice 2024, le « Le plafond de la variation nette, appréciée en fin d'année et en valeur nominale, de la dette négociable de l'Etat d'une durée supérieure à un an est fixé à 133,9 milliards d'euros» (article 166 de la LFI 2024). Il a été respecté en 2024 puisqu'il correspond à la différence entre les émissions nettes (285 Md€) et l'amortissement de la dette de moyen et long termes en valeur nominale hors supplément d'indexation (151,1 Md€).

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

S'agissant de la seconde section, le solde entre les recettes et les dépenses n'a jamais été déficitaire en 2024. Malgré la mise en extinction, le PLF pour 2024 précisait que « le plafond de cette section doit rester calibré dans l'hypothèse d'une reprise de cette politique. Il convient d'inscrire un plafond de 1,7 Md€ pour 2024, identique à celui des années précédentes. ».

Les deux niveaux de découvert ont été respectés.

Annexe

Annexe 1 : suivi des recommandations

N°	Recommandation formulée au sein de la note d'exécution budgétaire 2023	Réponse de l'administration	Analyse de la Cour	Appréciation par la Cour du degré de mise en œuvre
1	<p>Approfondir l'analyse des titres indexés et des OAT vertes en précisant dans quelle mesure ces titres permettent d'apporter une demande supplémentaire par rapport aux OAT classiques</p>	<p>« La recommandation a été mise en œuvre. L'analyse des apports des OAT vertes et des OAT indexées sur l'inflation a été approfondie dans le rapport sur la dette des administrations publiques, annexé au projet de loi de finances (PLF) ».</p>	<p>Dans les documents budgétaires, les analyses portant sur les OAT Indexées ont été approfondies. En revanche, celles sur les OAT vertes ne l'ont pas été. L'évolution de l'environnement et l'évolution des priorités justifient toutefois le retrait de la recommandation.</p>	<p>Mise en œuvre partielle Recommandation levée</p>