

N° 476

---

# SÉNAT

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2004-2005

---

---

Annexe au procès-verbal de la séance du 12 juillet 2005

## RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur la **gestion de la dette de l'État** dans le **contexte européen,***

Par M. Paul GIROD,

Sénateur.

---

*(1) Cette commission est composée de : M. Jean Arthuis, président ; MM. Claude Belot, Marc Massion, Denis Badré, Thierry Foucaud, Aymeri de Montesquiou, Yann Gaillard, Jean-Pierre Masseret, Joël Bourdin, vice-présidents ; M. Philippe Adnot, Mme Fabienne Keller, MM. Michel Moreigne, François Trucy secrétaires ; M. Philippe Marini, rapporteur général ; MM. Bernard Angels, Bertrand Auban, Jacques Baudot, Mme Marie-France Beaufils, MM. Roger Besse, Maurice Blin, Mme Nicole Bricq, MM. Auguste Cazalet, Michel Charasse, Yvon Collin, Philippe Dallier, Serge Dassault, Jean-Pierre Demerliat, Eric Doligé, Jean-Claude Frécon, Yves Fréville, Paul Girod, Adrien Gouteyron, Claude Haut, Jean-Jacques Jégou, Roger Karoutchi, Alain Lambert, Gérard Longuet, Roland du Luart, François Marc, Michel Mercier, Gérard Miquel, Henri de Raincourt, Michel Sergent, Henri Torre, Bernard Vera.*

---

Union européenne.



## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>INTRODUCTION</b> .....	5
<b>LES PRINCIPALES PRÉCONISATIONS DE VOTRE RAPPORTEUR SPÉCIAL</b> .....	9
<b>I. UN « BENCHMARK » EUROPÉEN FAVORABLE À L'AGENCE FRANCE TRÉSOR</b> .....	11
<b>A. L'ABSENCE D'UN MODÈLE UNIQUE EN MATIÈRE DE GESTION DE LA DETTE</b> .....	13
1. <i>L'Agence France Trésor, un émetteur majeur de la zone euro</i> .....	15
2. <i>Le Trésor italien : le choix d'une gestion opportuniste de la dette de l'Etat ?</i> .....	24
3. <i>Le Debt management office (DMO) : une centralisation des émissions obligataires, une stratégie comparable à celle de France Trésor</i> .....	26
<b>B. GRÂCE À LA LOLF, L'AVANCE DE L'AGENCE FRANCE TRÉSOR DANS LA MESURE DE LA PERFORMANCE</b> .....	28
1. <i>Les limites liées aux différentiels de taux d'intérêt</i> .....	29
2. <i>L'approche de France Trésor</i> .....	30
3. <i>Les autres approches possibles</i> .....	31
<b>II. UNE DETTE DE L'ETAT AUJOURD'HUI FRAGMENTÉE</b> .....	35
<b>A. A LA DÉCOUVERTE DES AUTRES DETTES DE L'ETAT</b> .....	37
1. <i>La CADES : un émetteur plus important que la Belgique ou les Pays-Bas</i> .....	37
2. <i>Le SAAD : une dette de l'Etat gérée par la SNCF</i> .....	43
3. <i>La dette du budget annexe « contrôle et exploitation aériens » : une dette très faible, mais relativement coûteuse</i> .....	45
<b>B. UNE NÉCESSAIRE GESTION CONSOLIDÉE DES DETTES DE L'ETAT</b> .....	46
1. <i>Organiser la prise en charge des risques financiers de l'Etat par l'Agence France Trésor</i> .....	46
2. <i>Faire de l'Agence France Trésor le pivot des dettes de l'Etat</i> .....	48
3. <i>Mettre en œuvre une évaluation de la performance commune à tous les gestionnaires des dettes de l'Etat</i> .....	48
<b>CONCLUSION : A L'AUNE DES EXEMPLES ÉTRANGERS PEUT-ON ENCORE AMÉLIORER LA GESTION DE LA DETTE DE L'ETAT ?</b> .....	51
<b>EXAMEN EN COMMISSION</b> .....	53



## INTRODUCTION

La dette négociable de l'Etat<sup>1</sup> a atteint au 31 août 2005 plus de 864 milliards d'euros. Les émissions prévues en 2006 devraient représenter 130,8 milliards d'euros pour couvrir le besoin de financement de l'Etat, réparti entre 84 milliards d'euros au titre de l'amortissement de la dette<sup>2</sup> et 46,8 milliards d'euros au titre du déficit.

La charge nette de la dette, qui correspond au seul paiement des intérêts, atteindrait 39,17 milliards d'euros en 2006, soit 14,7 % des dépenses nettes du budget général.

Face à la dégradation continue de sa situation financière, l'Etat, singulièrement l'Agence France Trésor, sa structure de gestion de la dette, a **trois préoccupations majeures : couvrir tout d'abord le besoin de financement, minimiser ensuite, à moyen terme, la charge des intérêts pour le contribuable, assurer enfin une gestion de son endettement dans les meilleures conditions de sécurité.**

L'avènement de la monnaie unique européenne a donné au marché de la dette française une profondeur nouvelle, puisqu'il a intégré un marché désormais alimenté par l'ensemble des émetteurs souverains de la zone euro. La dette obligataire française<sup>3</sup> est émise, et échangeable, sur le marché international, ce qui lui garantit une base très large d'investisseurs potentiels. Elle est détenue à 53,4 % par des non-résidents<sup>4</sup>.

Les gestionnaires de la dette de l'Etat, peuvent tirer parti de la liquidité des marchés pour obtenir des taux d'intérêt plus bas, et réduire ainsi le coût de la dette, mais se trouvent néanmoins placés dans une **situation de concurrence avec les gestionnaires des autres dettes souveraines**, principalement celles de la zone euro.

---

<sup>1</sup> Elle représente plus de 95 % de la dette de l'Etat. Celle-ci représente près de 80 % de la dette des administrations publiques dont le montant au 31 décembre 2004 était de 1.065,7 milliards d'euros, soit 65,6 % du PIB.

<sup>2</sup> Il s'agit de rembourser les emprunts passés venant à échéance.

<sup>3</sup> L'Etat émet trois produits obligataires : les obligations assimilables du Trésor (OAT), supports de l'endettement à long terme, dont la maturité est comprise entre 7 et 50 ans, les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN), supports de l'endettement à moyen terme, dont la maturité est de deux ans ou de cinq ans, les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF), instrument privilégié de gestion de la trésorerie, dont la maturité est inférieure à un an.

<sup>4</sup> 46,2 % pour les OAT, 74,5 % pour les BTAN, 63,4 % pour les BTF. La dette négociable de l'Etat s'apparente de plus en plus sur le plan économique à une dette extérieure, ce qui implique que la charge d'intérêt ne s'analyse plus comme un simple transfert de ressources à l'intérieur du pays entre contribuables et détenteurs de titres, mais comme une dépendance de la Nation toute entière vis-à-vis de l'extérieur.

La croissance de la dette de l'Etat, passée en dix ans de 40,1 % du PIB à 51 % du PIB, conduit à des volumes d'émission considérables, qu'il est impératif de couvrir, sans surcoût pour les finances publiques.

**L'enjeu essentiel est le taux d'intérêt** : un Etat très endetté, dont la politique en matière de finances publiques n'est pas soutenable, est amené à payer une « prime de risque » par rapport aux autres émetteurs. Or des simulations, réalisées en juillet 2005, par l'Agence France Trésor, avec un stock de dette constant, ont permis d'établir qu'une variation de 100 points de base des taux d'intérêt avait un impact sur le service de la dette de 1 milliard d'euros un an plus tard, de 2 milliards d'euros 2 ans plus tard, de 3 milliards d'euros trois ans plus tard.

**Le gestionnaire de la dette ne maîtrise pas le niveau des déficits accumulés dans le passé. Il subit la situation des finances publiques, reste tributaire de la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne : il n'intervient donc qu'à la marge sur le coût de la dette publique.** Les effets d'aubaine liés au très bas niveau actuel des taux d'intérêt<sup>1</sup>, qui ont permis de diminuer la charge de la dette de l'Etat, alors que celui-ci a pourtant augmenté fortement son endettement sur la période récente, ne peuvent être mis au crédit du gestionnaire de l'Agence France Trésor.

Néanmoins, compte tenu du montant de la dette de l'Etat, **l'écart entre une bonne et une mauvaise gestion pour l'agence France Trésor se compte en dizaines de millions d'euros, voire en centaines de millions d'euros.** C'est également en fonction de ces considérations budgétaires que peut être décidée une gestion active de la dette reposant sur des « swaps<sup>2</sup> » de taux d'intérêt, visant à réduire la durée de vie moyenne de la dette, les taux d'intérêt à court terme étant, en général, sauf inversion de la courbe des taux, inférieurs aux taux à long terme<sup>3</sup>. Elle a enfin une action sur la gestion de trésorerie de l'Etat : les placements de trésorerie de l'Etat ont permis en 2004 un gain budgétaire de 490 millions d'euros.

Il n'est pas étonnant que la pression exercée par la montée de l'endettement sur les gestionnaires de la dette ait conduit, **dans le cas**

---

<sup>1</sup> Deux variables ont un impact sur la charge de la dette : le volume de la dette, et sa variation, ainsi que son prix, c'est-à-dire le taux d'intérêt. Puisque l'Etat n'émet pas seulement de la dette pour financer son déficit de l'année, mais aussi pour refinancer des emprunts venant à échéance, une baisse des taux peut fort bien « annuler » l'impact d'une augmentation de l'endettement sur la charge d'intérêt de l'Etat (en 2003, la charge nette de la dette a ainsi, malgré un déficit du budget de l'Etat significatif, baissé par rapport à l'année 2002 de 1,3 %). L'inverse est évidemment vrai également...

<sup>2</sup> Un swap est un contrat d'échange de flux d'intérêt, les deux contre-parties contractant simultanément un prêt et un emprunt pour un même nominal, mais sur des références de taux différentes, l'un étant un taux fixe (appelé taux du swap) et l'autre un taux variable qui est en pratique l'euribor 6 mois pour les opérations mises en oeuvre par l'Agence France Trésor.

<sup>3</sup> Les bénéfices attendus de cette politique étaient en loi de finances initiale pour 2005 de 347 millions d'euros alors que le programme de « swaps » a été suspendu, en raison d'une trop forte volatilité des taux et d'un niveau trop bas des taux à long terme, depuis juillet 2002.

**français, à se doter d'une structure, d'une stratégie et d'instruments unanimement reconnus à l'étranger comme très performants.** Encore faut-il que cette performance puisse être évaluée, et qu'elle soit mise au regard des risques éventuels encourus. Lorsque la dette augmente, et que les conditions de financement se durcissent, la « tentation » peut être grande de mener une politique d'émission plus opportuniste, sur le modèle du Trésor italien, certes profitable à court terme, mais peut être moins à moyen terme, et non dénuée de risques. **Une politique d'émission de la dette vertueuse ne cherche pas à battre le marché ; une politique plus aventureuse joue avec le marché.**

Dans la perspective de la mise en œuvre de la loi organique du 1<sup>er</sup> août 2001 relative aux lois de finances (LOLF), et de l'introduction d'objectifs et d'indicateurs de performance, s'appliquant notamment au programme 117 « charge de la dette et trésorerie de l'Etat », de la mission « engagements financiers de l'Etat », votre rapporteur spécial a souhaité en application de l'article 57 de la LOLF mener une mission de contrôle budgétaire visant à comparer les politiques d'émission de différents pays de l'Union européenne. Accompagné par un haut fonctionnaire de l'Agence France Trésor, il s'est ainsi rendu au **Debt Management Office britannique et au Trésor italien** afin d'évaluer, dans ces structures, la stratégie d'émission poursuivie, la mesure de la performance, la politique de contrôle des risques et la manière dont le pouvoir politique, et en premier lieu, le Parlement, exerce sa surveillance sur une activité souveraine essentielle. **Il s'est interrogé sur le point de savoir si, à l'aune des exemples étrangers, il était encore possible d'améliorer la gestion de la dette de l'Etat.**

A l'occasion de cette mission, votre rapporteur spécial a pris conscience, davantage encore qu'auparavant, de **l'excellence de la structure de l'Agence France Trésor et de l'avance que lui a donné la LOLF dans l'évaluation de ses performances.** Il a aussi retiré l'impression de ces déplacements à l'étranger que **la dette de l'Etat français était, par comparaison, extraordinairement fragmentée**, et qu'il fallait au-delà de la dette de l'Etat *stricto sensu*, examiner les conditions de gestion de la dette d'autres entités comme celles de Charbonnages de France, de celles du budget annexe « contrôle et exploitation aériens », du service annexe d'amortissement de la dette de la SNCF, de l'ERAP, qui assure le portage de la reprise des titres de France Telecom en 2003, et de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), sans ignorer la situation singulière des déficits cumulés de l'UNEDIC, qui, à proprement parler, « ne sont pas de la dette ». **Il n'y a certes pas qu'en France qu'il existe une « quasi-dette de l'Etat ».** Plusieurs pays connaissent, à côté de leur émetteur souverain, des structures paratatiques émettant sur les marchés obligataires : Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), banque pour la reconstruction allemande, banque européenne d'investissement, agences de crédit hypothécaires aux Etats-Unis...

Néanmoins, **l'émission de dettes obligataires par de petits émetteurs publics présente évidemment un surcoût par rapport à une émission centralisée, gérée par un opérateur unique.** L'effet volume joue, en effet, pleinement en matière de taux d'intérêt. Le montant considérable atteint par la dette para-étatique, principalement en raison d'une montée en puissance significative de la dette de la CADES, celle-ci étant remarquablement gérée par ailleurs, amène votre rapporteur spécial à considérer que **le surcoût lié à l'existence de plusieurs dettes de l'Etat, et de gestionnaires multiples, par rapport à une gestion unique par l'Agence France Trésor est de l'ordre de plusieurs dizaines de millions d'euros.**

Il paraît ainsi nécessaire d'appeler le gouvernement à éviter la multiplication des « dettes de l'Etat », ou du moins à limiter le nombre de leurs gestionnaires, et à **faire, comme certains exemples étrangers y invitent, de l'Agence France Trésor le pivot central, non seulement en matière de gestion des « dettes de l'Etat », mais aussi en ce qui concerne les émissions d'emprunts par les collectivités territoriales qui le souhaitent, le financement des partenariats public privé, ou s'agissant de la gestion des risques financiers de l'Etat (risque de change, variation des coûts d'approvisionnement pour les produits pétroliers...).**

En comptabilité d'engagement, **certaines dettes, portées par des établissements publics, ou même par la SNCF en ce qui concerne le service annexe d'amortissement de la dette, mériteraient de figurer au passif du bilan de l'Etat,** car elles correspondent à des obligations dont il est responsable à l'égard de tiers, qui existent à la date de clôture, et dont il est probable ou certain, à la date d'arrêté des comptes, qu'elles entraîneront une sortie de ressources au bénéfice de ces tiers sans contrepartie attendue de ceux-ci après la date de clôture.

Dans les réflexions relatives à la publication des comptes consolidés de l'Etat, **l'inclusion des établissements publics du « secteur non marchand » (CADES, ERAP...) dans le périmètre de la consolidation apparaît comme une évidence, car ces organismes sont de simples démembrements de l'Etat :** celui-ci exerce sur eux un pouvoir de contrôle, utilise indirectement leurs ressources pour mener à bien ses politiques et se trouve en fait, voire en droit, responsable en dernier ressort de leurs obligations.

Dans cette perspective, votre rapporteur spécial affirme le principe suivant : **« à comptes consolidés, gestion consolidée ».** Dans cette perspective, il lui paraît souhaitable que les entités en charge de la gestion des « dettes de l'Etat » mettent au point, sous l'autorité de l'Agence France Trésor, des **objectifs de gestion cohérents, des indicateurs de performance communs** et une **politique de gestion des risques unique.** Les risques n'ont-ils pas vocation à être supportés en dernier ressort par l'Etat ? N'y a-t-il pas quelque paradoxe à appliquer la LOLF à la seule dette gérée par l'Agence France Trésor, omettant ainsi les « autres dettes de l'Etat » ?

## **LES PRINCIPALES PRÉCONISATIONS DE VOTRE RAPPORTEUR SPÉCIAL**

### **Pour une gestion consolidée des « dettes de l'Etat »**

- **Faire de l'Agence France Trésor le véritable pivot d'une gestion consolidée des dettes de l'Etat ;**
- **Transférer à l'Agence France Trésor la gestion des risques financiers (exemples : risque pétrole du ministère de la défense, comme prévu à l'article 39 du projet de loi de finances pour 2006, examen du risque de change encouru par le budget des affaires étrangères) ;**
- **Adopter une stratégie actif/passif dans la gestion de la dette de l'Etat ;**
- **Recentraliser autant que possible la gestion de la dette afin d'éviter les surcoûts liés à une dette trop fragmentée : emprunts communs CADES – AFT, emprunts pour le compte du budget annexe « contrôle et exploitation aériens »...**
- **Faire assurer le portage par l'Agence France Trésor de la dette des collectivités territoriales qui le désirent, comme au Royaume-Uni, et y réfléchir pour les partenariats public-privé (PPP) ;**
- **Au minimum, déterminer des objectifs cohérents, et des indicateurs de performances communs, entre les différents organismes gérant les « dettes de l'Etat » ;**
- **Veiller à établir une politique des risques consolidée pour l'ensemble des émetteurs des « dettes de l'Etat » ;**
- **Assurer des auditions conjointes des gestionnaires des « dettes de l'Etat » par les commissions des finances de chaque Assemblée.**



## I. UN « BENCHMARK » EUROPÉEN FAVORABLE À L'AGENCE FRANCE TRÉSOR

C'est parce qu'il s'interrogeait pour savoir s'il n'existait pas, dans d'autres pays européens, d'autres manières, peut être encore plus efficaces, de gérer la dette de l'Etat, et d'autres méthodes pour évaluer les performances de cette gestion, que votre rapporteur spécial a souhaité se rendre en Italie, auprès du Trésor italien, et au Debt Management Office (DMO) britannique : la stratégie, l'organisation, les contraintes de l'un et l'autre de ces organismes sont sensiblement différentes de l'Agence France Trésor, tout en ayant le même objectif : financer l'Etat au meilleur coût, dans de bonnes conditions de sécurité. Y a-t-il une gestion centralisée de la dette et de la trésorerie par un opérateur unique ? Y a-t-il une seule stratégie possible pour gérer la dette ? A l'échelle européenne, les actions menées par les opérateurs sont-elles semblables ? Comment mesurer les objectifs et les performances ? Qui contrôle la gestion de la dette de l'Etat ? Telles sont les questions que s'est posées votre rapporteur spécial au cours de sa mission de contrôle effectuée en application de l'article 57 de la LOLF.

**La gestion de la dette est un domaine marqué par une constante innovation**, dont l'Agence France Trésor constitue un bon exemple. Ces innovations ont été liées notamment à la fin des années 90 à des évolutions de structure. Elles se caractérisent aujourd'hui par la volonté pour les émetteurs de la dette de **lancer régulièrement de nouveaux produits, répondant aux attentes des investisseurs**. Tel est le cas de l'emprunt obligataire à 50 ans lancé avec succès le 23 février 2005 par l'Agence France Trésor puis, quelques semaines plus tard, par le Debt Management Office britannique.

En ce qui concerne les structures, des réformes importantes ont été menées dans la seconde moitié des années 90, avec la création des agences de la dette néo-zélandaise et britannique, puis de l'agence de la dette belge et de la structure de financement allemande. Plus tardivement, un arrêté du 8 février 2001 a créé un nouveau service à compétence nationale<sup>1</sup> du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, reprenant l'ensemble des activités de l'ancien bureau A1 « Trésorerie et gestion de la dette » de la direction du Trésor : l'Agence France Trésor<sup>2</sup>. Certains pays n'ont pas procédé à une telle modification de structure : la structure chargée de la dette et de la trésorerie constitue toujours une direction au sein de la direction générale du Trésor italien.

---

<sup>1</sup> Un service à compétence nationale n'a pas la personnalité juridique mais bénéficie d'une autonomie de gestion, dans son recrutement par exemple, sous l'autorité du ministère sectoriellement compétent (le président de l'agence France Trésor est le directeur général du Trésor et de la politique économique, aujourd'hui M. Xavier Musca).

<sup>2</sup> On trouvera une présentation complète de la réforme de la gestion de la dette de l'Etat dans un article intitulé « L'Agence France Trésor, quatre ans après » de M. Benoît Coeuré, directeur général adjoint de l'agence. *Revue française de finances publiques* n° 89, février 2005.

Les structures chargées de la gestion de la dette sont ainsi très variées en Europe : agences, bénéficiant d'une autonomie de gestion, mais sans personnalité juridique en France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, services relevant du ministère chargé des finances en Espagne et en Italie, société anonyme en Allemagne (Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, détenue à 100 % par l'Etat fédéral allemand, localisée à Francfort). **Toutes ont en commun d'être compétentes à la fois en matière de gestion de la dette et en ce qui concerne la gestion de la trésorerie de l'Etat.**

Pour les structures « sorties » de l'organigramme du ministère chargé des finances, **l'enjeu est celui d'une autonomie accrue dans les choix, techniques, réalisés en matière d'émission des emprunts obligataires.** Il s'agit par exemple de pouvoir recruter des ressources humaines nouvelles, très spécialisées, très techniques, provenant, le cas échéant du secteur privé. Plus fondamentalement, il s'agit surtout de clarifier, et d'identifier, les responsabilités entre l'Etat, en charge de la politique budgétaire, responsable à ce titre de l'évolution de l'endettement<sup>1</sup>, l'institution chargée de la politique monétaire et la structure technique chargée de faire les meilleurs choix dans le financement de l'Etat, sans subir, le cas échéant, de pressions pour aller vers une gestion plus opportuniste « *en tirant profit de telle ou telle configuration de marché, qui pourrait lui aliéner la confiance des investisseurs et conduiraient le marché à prendre position contre lui* »<sup>2</sup>. La création d'une agence, comme l'Agence France Trésor **limite les conflits d'intérêts** entre un Etat endetté, qui a donc intérêt à « favoriser » le marché obligataire, et un Etat souhaitant promouvoir la compétitivité internationale des entreprises, en développant le marché « actions ».

Comme l'indiquait Napoléon à propos de la Banque de France : « *je veux que la Banque soit assez dans les mains du gouvernement et n'y soit pas trop* ».

**L'autonomie accrue des structures d'émission de la dette ne peut se concevoir sans contrôle :** les gestionnaires doivent évidemment rendre compte de leur action. C'est tout le sens de la LOLF. Au travers des deux exemples examinés par votre rapporteur spécial, Italie et Royaume-Uni, **c'est paradoxalement là où l'autonomie est la plus poussée que le contrôle paraît également le plus développé,** contrôle politique notamment. C'est dans ce domaine que votre rapporteur spécial considère que la France peut encore apprendre de nos amis britanniques : **il paraît ainsi souhaitable d'organiser, comme au Royaume-Uni, des auditions régulières des gestionnaires de la dette devant les commissions des finances des deux assemblées.**

---

<sup>1</sup> D'où la détermination d'un plafond de variation de la dette qui fait l'objet en loi de finances d'une autorisation du Parlement depuis le budget 2006 (cf article 51, qui est « l'article d'équilibre »).

<sup>2</sup> Cf article précité. *Revue française de finances publiques* n° 89, février 2005.

### **A. L'ABSENCE D'UN MODÈLE UNIQUE EN MATIÈRE DE GESTION DE LA DETTE**

Il n'existe pas en Europe de modèle unique en matière de gestion de la dette même si la tendance est plutôt à la création d'entités « autonomes », par rapport au ministère en charge des finances, pour faire face aux besoins de financement des Etats.

Au-delà des histoires administratives nationales, **les différences, en termes de gestion, tiennent tout d'abord au volume d'émission.** Un petit émetteur de dette souveraine est moins incité à mettre en place une gamme étendue de titres obligataires. A l'extrême opposé, un émetteur confronté à une politique budgétaire difficilement soutenable et à des besoins d'émission considérables, aura la tentation d'une gestion plus hasardeuse, pour réduire « à tout prix » le coût de sa dette. La Grèce et l'Italie, qui ont un taux d'endettement public brut de respectivement 110,5 % et 105,8 % du PIB, consacrent respectivement 5,8 % et 5 % de leur PIB au paiement des intérêts de leur dette publique. Avec un taux d'endettement public brut de 65,6 % en 2004, la France consacre « seulement » 2,9 % de son PIB au paiement des intérêts de sa dette publique.

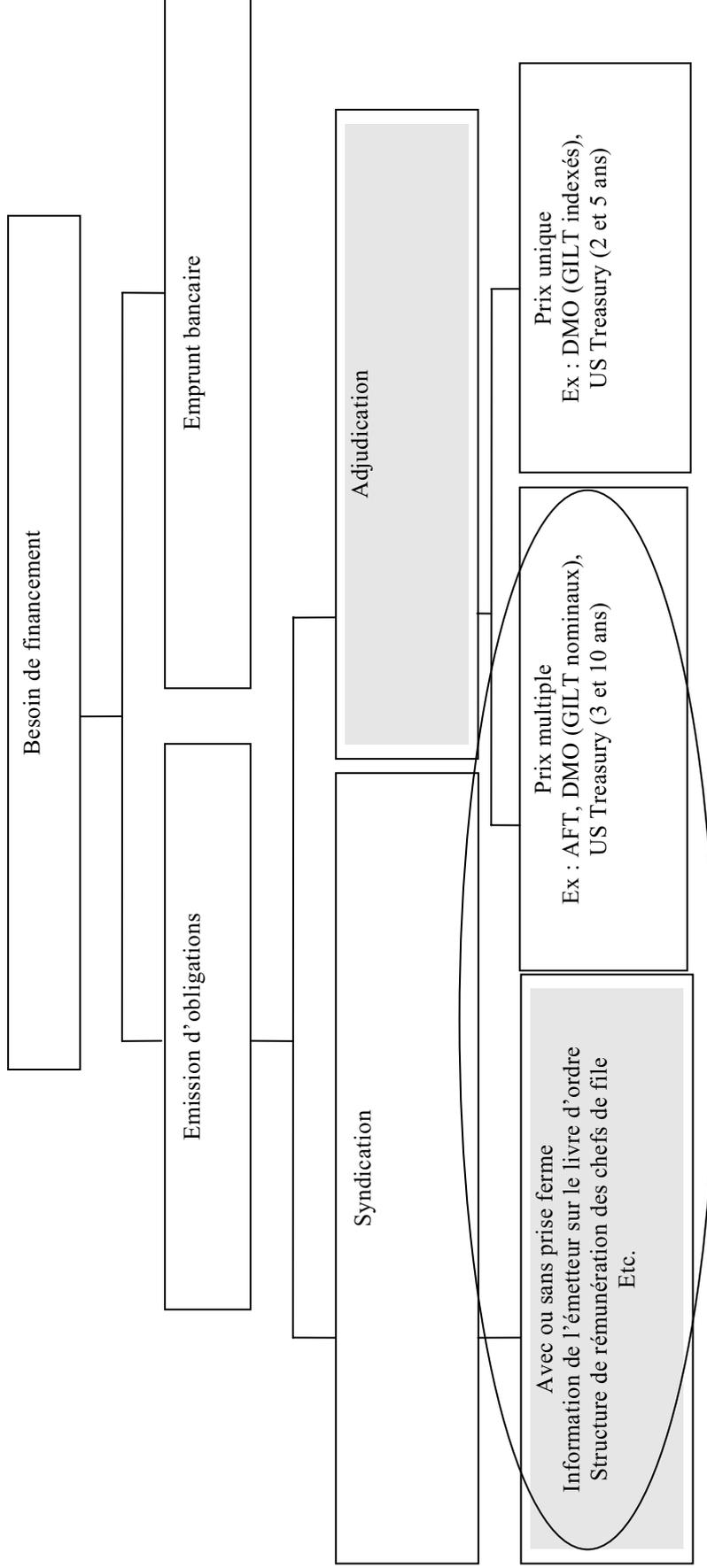
Les différences tiennent ensuite au **degré d'avancement de la réforme de l'Etat**, qui fait que la structure de gestion de la dette et de la trésorerie est en mesure ou non de mobiliser, en interne, les techniques financières les plus sophistiquées. A défaut, la structure est contrainte de s'en remettre aux conseils et aux banques, avec un surcoût possible.

C'est aussi la qualité de l'équipe chargée de gérer la dette qui influe sur la technique utilisée pour mettre les titres sur le marché : syndication ou adjudication<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> L'émission de titres sur le marché financier peut revêtir deux formes : la syndication ou l'adjudication. Dans la syndication, ou prise ferme, le souscripteur s'engage auprès de l'émetteur à souscrire la totalité des titres émis à un prix convenu. C'est la technique qui a été essentiellement utilisée par l'Etat jusqu'en 1985 et reste en vigueur pour la plupart des émissions privées. L'adjudication, fondée sur le principe de concurrence, consiste, après avoir précisé les caractéristiques des titres émis, à recueillir les offres et à les servir à hauteur du montant annoncé, les plus avantageuses pour l'émetteur étant servies en priorité. La répartition peut se faire à prix uniforme (tous les acheteurs paient un prix identique) ou au prix demandé (adjudication dite, en France, « à la hollandaise »). Dans ce dernier cas, les participants paient donc des prix différents, correspondant au prix de leurs offres.

### Les différentes techniques possibles de financement des organismes publics



*Techniques utilisées par l'Agence France Trésor, la syndication n'étant employée que pour les produits nouveaux nécessitant un apprentissage du marché*

Source : Agence France Trésor

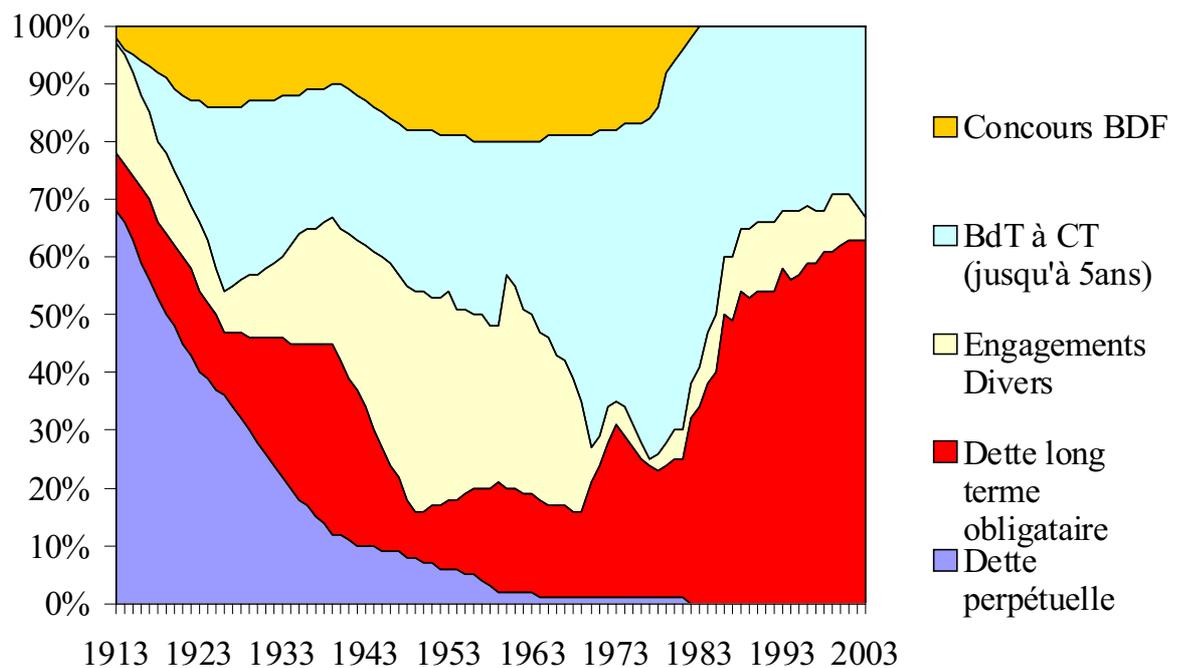
## 1. L'Agence France Trésor, un émetteur majeur de la zone euro

Sur longue période, la structure de la dette de l'Etat s'est évidemment profondément modifiée. La dette perpétuelle, qui a, par le passé, représenté la forme principale de financement de l'Etat est éteinte depuis 1982. Les concours de la Banque de France à l'Etat sont désormais proscrits.

**La dette de l'Etat est aujourd'hui une dette obligataire de long terme, négociable.** Cette caractéristique place l'Etat dans une situation de dépendance vis-à-vis des marchés financiers. La stratégie de l'Agence France Trésor est donc de répondre au mieux aux attentes du marché.

### Structure de la dette française depuis 1913

(en % du total)



Source : Agence France Trésor

#### a) Une organisation resserrée

L'Agence France Trésor a adopté une organisation resserrée. Elle emploie 33 agents, dont 20 fonctionnaires, dans sa salle de marché située au neuvième étage du bâtiment « Colbert » à Bercy. Autonome en gestion, l'agence est « hébergée » par le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie. Son budget s'est établi à 8,6 millions d'euros pour l'année 2004, dont 2,5 millions d'euros au titre des investissements informatiques.

En application de l'article 2 de l'arrêté du 8 février 2001, l'AFT est chargée de la gestion de la dette de l'Etat et du contrôle des risques, de la gestion de la trésorerie de l'Etat et des relations avec les correspondants du Trésor, des relations, dans le domaine des marchés de taux d'intérêt, avec les investisseurs, les intermédiaires financiers et les autres émetteurs. Elle participe aux relations avec les producteurs et les diffuseurs d'analyse économique, en particulier monétaire, ou portant sur les évolutions des marchés de taux d'intérêt. Elle effectue les études et recherches qui s'y rapportent. Elle conduit enfin les actions de communication nécessaires.

L'Agence France Trésor a conduit en 2004 10.500 opérations (opérations de trésorerie, adjudications, swap de taux, opérations de pension et syndications), c'est-à-dire 44 par jour ouvrable. Elle s'organise autour de six cellules fonctionnelles, les deux premières étant les cellules « opérationnelles » de l'agence et les autres des cellules d'appui.

#### **Les cellules opérationnelles et les cellules d'appui de l'Agence France Trésor**

- la cellule « **prévision et gestion de la trésorerie de l'Etat** » est chargée d'une part de faire en sorte que le compte de l'Etat à la Banque de France soit créancier en fin de journée<sup>1</sup> et place d'autre part les éventuels excédents de trésorerie. A ce titre, elle établit les prévisions de trésorerie, gère les relations avec la Banque de France en tant que teneur du compte du Trésor ainsi que celles avec les ordonnateurs et les comptables de l'Etat, pour exécuter les opérations financières de l'Etat, et réalise les placements de trésorerie (emprunts et dépôts, prises et mises en pension de titres d'Etat) ;

- la cellule « **gestion opérationnelle de la dette de l'Etat** » est responsable des **adjudications et des rachats de dette**. Elle est dans cette perspective en relation avec les spécialistes en valeurs du trésor<sup>2</sup> (SVT). Elle est chargée de la gestion active de la dette, en pratiquant des « swaps » de taux d'intérêt lorsque les conditions de marché le permettent ;

- la cellule "recherche opérationnelle" effectue l'analyse des marchés de taux et la synthèse des études de marché par les spécialistes en valeurs du trésor (SVT). Elle participe à l'élaboration de la stratégie d'émission, via notamment l'élaboration de modèles analytiques ;

- la cellule « **contrôle et gestion des risques et post-marché** » définit et met en place le code et les procédures de contrôle. Elle gère les risques associés aux opérations financières. Le post-marché (back office) enregistre et suit jusqu'à leur dénouement les opérations de l'Agence France Trésor ;

- la cellule « **macro-économie** » analyse l'environnement économique mondial et européen où doit se déployer l'activité de l'Agence France Trésor. Elle explicite auprès des investisseurs français et étrangers le contexte macro-économique dans lequel interviennent les émissions obligataires ;

- la cellule « **information-communication** », enfin, est responsable de la communication de l'Agence France Trésor.

- la cellule « **informatique** », enfin, est responsable des matériels et systèmes informatiques utilisés par l'Agence France Trésor.

<sup>1</sup> Conformément à l'article 101 du Traité instituant la Communauté européenne qui interdit à la Banque de France d'accorder des avances à des organismes publics.

<sup>2</sup> Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) sont des établissements financiers qui contribuent au bon déroulement des adjudications, placent les valeurs du Trésor et assurent la liquidité du marché secondaire.

*b) Une stratégie sans (mauvaises) surprises pour le marché*

L'Agence France Trésor s'appuie dans ses missions sur un comité stratégique<sup>1</sup> composé d'économistes et de financiers qui la conseille sur les grands axes de la politique d'émission de l'Etat. Il se réunit deux fois par an.

Sa stratégie s'inscrit dans la continuité de l'action du Trésor en s'appuyant sur les trois principes généraux, internationalement reconnus qui font, selon l'AFT, les points forts d'une gestion de la dette : **simplicité, liquidité, transparence**. En outre, la politique d'émission de l'Etat repose sur un souci constant d'**innovation**, lié au lancement, à intervalles réguliers, de nouveaux produits susceptibles de retenir l'attention des investisseurs.

Le Trésor a ainsi engagé il y a plus de 15 ans une série de réformes visant à offrir aux acteurs du marché des **titres standardisés** et un accès simple et sécurisé sur le marché primaire comme secondaire. **La composition de la dette de l'Etat a été rationalisée** : aux souches trop nombreuses et peu liquides, aux caractéristiques financières et fiscales disparates, ont été préférées trois catégories de titres standardisés - les valeurs du Trésor - qui se distinguent par leur maturité lors de l'émission, obligations assimilables du Trésor (OAT), de 7 à 50 ans, bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels (BTAN), de 2 ou 5 ans, bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés (BTF), d'une durée inférieure à 1 an. Ces titres sont placés par adjudication auprès des investisseurs afin de garantir un coût d'émission le plus faible possible. L'Agence France Trésor ne pratique plus la syndication que pour certaines émissions de titres complètement nouveaux, comme la nouvelle obligation assimilable du Trésor à 50 ans.

Grâce à l'animation du réseau des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), l'agence est en mesure de **garantir la liquidité des titres sur le marché secondaire**, ce qui est évidemment un point crucial pour les investisseurs.

**La stratégie de l'Agence France Trésor se veut prévisible pour le marché** : elle se fonde donc sur une grande transparence de la politique d'émission. Il s'agit d'éviter aux investisseurs toute surprise : les adjudications sont régulières (émissions de BTF chaque semaine, de BTAN et d'OAT chaque mois, sauf en août et décembre), le programme prévisionnel de financement de l'Etat à moyen et long terme pour l'année n est présenté en fin d'année n-1, il n'est pas prévu, *a priori*, de révision de ce programme en cours d'année. Les dates d'adjudications sont ainsi connues à l'avance.

L'AFT, émetteur récurrent, lisse le refinancement de sa dette et répartit les émissions sur toute la gamme de maturité. Elle juge contre-productive une politique qui prendrait position sur des mouvements de taux et

---

<sup>1</sup> Il est présidé par M. Jacques de Larosière, ancien gouverneur de la Banque de France.

viserait à « surprendre » le marché. **Elle s'interdit ainsi de jouer avec – ou contre le marché, afin d'éviter, qu'un jour, le marché ne joue contre elle.**

Pour autant, elle est en mesure de pratiquer une gestion **active de sa dette**<sup>1</sup>, visant à raccourcir la durée de vie de celle-ci, les taux courts étant inférieurs, en général, aux taux longs. Plutôt que d'émettre sur des maturités plus courtes, l'Agence France Trésor préfère pratiquer des « swaps » de taux d'intérêt. A cet effet a été créé, en loi de finances rectificative pour 2004<sup>2</sup>, un compte de commerce dont une section retrace les opérations de gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat effectuées au moyen d'instruments financiers à terme, avec une autorisation de découvert limitative de 1,7 milliard d'euros. **Lorsque les taux d'intérêt sont très volatils, une telle politique n'est pas sans risque. Du point de vue du Parlement, une telle politique exige une couverture des risques adéquate et une bonne information des commissions des finances de chaque assemblée.** C'est dans cet esprit que le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a avisé les commissions des finances de chaque assemblée, en septembre 2002, de la suspension du programme de « swaps », en raison de conditions de marché trop défavorables. L'encours du portefeuille de « swaps » est donc depuis resté constant, à 61 milliards d'euros.

D'une manière générale, la politique d'émission de l'Etat repose sur un souci constant de **l'innovation**<sup>3</sup>, afin d'asseoir la crédibilité de sa structure d'émission. C'est dans cet esprit qu'ont été successivement conçues par l'AFT des obligations à taux variable, puis des obligations indexées sur l'inflation, et enfin des obligations assises sur des maturités nouvelles, à cinquante ans.

---

<sup>1</sup> Celle-ci consiste par ailleurs, conformément à l'objectif de simplicité de et de liquidité de l'agence, à mener des opérations de rachat de dettes, afin de lisser la charge d'émission entre les années et de valoriser les lignes obligataires qui ont été émises il y a longtemps et qui ne seront plus réémises. Sans l'éventualité de rachats, ces titres peuvent être délaissés par le marché et perdre en valeur comme en liquidité. L'AFT considère qu'offrir une gamme de produits correctement valorisés, c'est-à-dire une courbe des taux "lisse", est l'un des facteurs attractifs pour ses produits, aussi procède-t-elle à des adjudications à l'envers, auxquelles elle donne toute les caractéristiques d'une adjudication. Ceci permet à la courbe des taux français d'être considérée comme l'une des plus régulières de la zone euro.

<sup>2</sup> Le compte de commerce « gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat » a été créé par l'article 113 de la loi n° 2004-1485 du 30 décembre 2004. Il succède au compte de commerce n° 904-22 intitulé « Gestion active de la dette et de la trésorerie de l'Etat » destiné à retracer les opérations de gestion active sur la dette et la trésorerie de l'Etat effectuées au moyen d'instruments financiers à terme, institué par l'article 8 de la loi de finances rectificative n° 2000-1353 du 30 décembre 2000.

<sup>3</sup> L'Agence France Trésor devrait encore « innover » au cours de l'automne 2005 en mettant en place un marché secondaire de la dette française pour les particuliers. A proprement parler, cette initiative ne vise pas à élargir la base des investisseurs destinés. L'Agence France Trésor n'a en effet pas besoin de faire appel à l'épargne populaire. Il s'agit simplement de permettre aux épargnants le même type d'accès au marché des obligations d'Etat que celui proposé sur les marchés « actions », avec des frais de transaction limités.

L'Etat émet depuis longtemps des obligations à taux variable. Il a décidé de moderniser cette « ligne de produits » en lançant, en mars 1996, une OAT indexée sur un nouvel indice de rendement des emprunts d'Etat à long terme, le « TEC 10 ».

L'Etat a émis, pour la première fois le 15 septembre 1998, une OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation<sup>1</sup> en France (OATi). De la même façon, en octobre 2001, l'Etat a de nouveau émis une OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation, mais cette fois, sur l'indice des prix de la zone euro (OAT€i). Ces émissions, qui visent évidemment à réduire le coût de la dette publique, permettent de répondre aux préoccupations d'investisseurs désirant protéger le pouvoir d'achat de leurs investissements, améliorer l'adossement de leur passif ou diversifier la composition de leur portefeuille.

Enfin, l'Agence France Trésor a été la première en Europe à lancer des emprunts d'Etat à cinquante ans. Cette émission d'un nouveau produit, à la maturité très longue, se fonde sur une analyse économique liée au vieillissement de la population. Le vieillissement de la population engendre un besoin d'épargne longue pour financer des retraites plus nombreuses, plus longues du fait d'une espérance de vie accrue et compenser la baisse tendancielle des taux d'intérêt réels. Une partie significative de l'épargne longue a vocation à être investie en produits de taux. De plus, les nouvelles règles comptables applicables aux investisseurs institutionnels en Europe, assurance-vie et fonds de pension, révèlent imposent de couvrir leurs risques de taux au passif par des produits de taux de maturité longue. **L'émission du 23 février 2005 a permis de lever en une seule fois plus de six milliards d'euros, à un taux d'intérêt de 4,21 % soit un rendement supérieur de seulement 0,03 % à celui de l'OAT de référence à 30 ans.** Un abondement par adjudication le 7 juillet dernier a permis d'amener l'encours total de l'OAT 2055 à 8,78 milliards d'euros ; le taux d'endettement à 50 ans obtenu en moyenne sur ces deux émissions est de 4,07 %.

*c) Un émetteur majeur de la zone euro*

**Le fait que l'Agence France Trésor soit devenue par la « force des choses », en raison d'un endettement croissant de l'Etat, un émetteur majeur de la zone euro, n'est sans doute pas étranger à la politique dynamique mise en œuvre pour diversifier les émissions obligataires et innover régulièrement, en fonction des attentes du marché.**

---

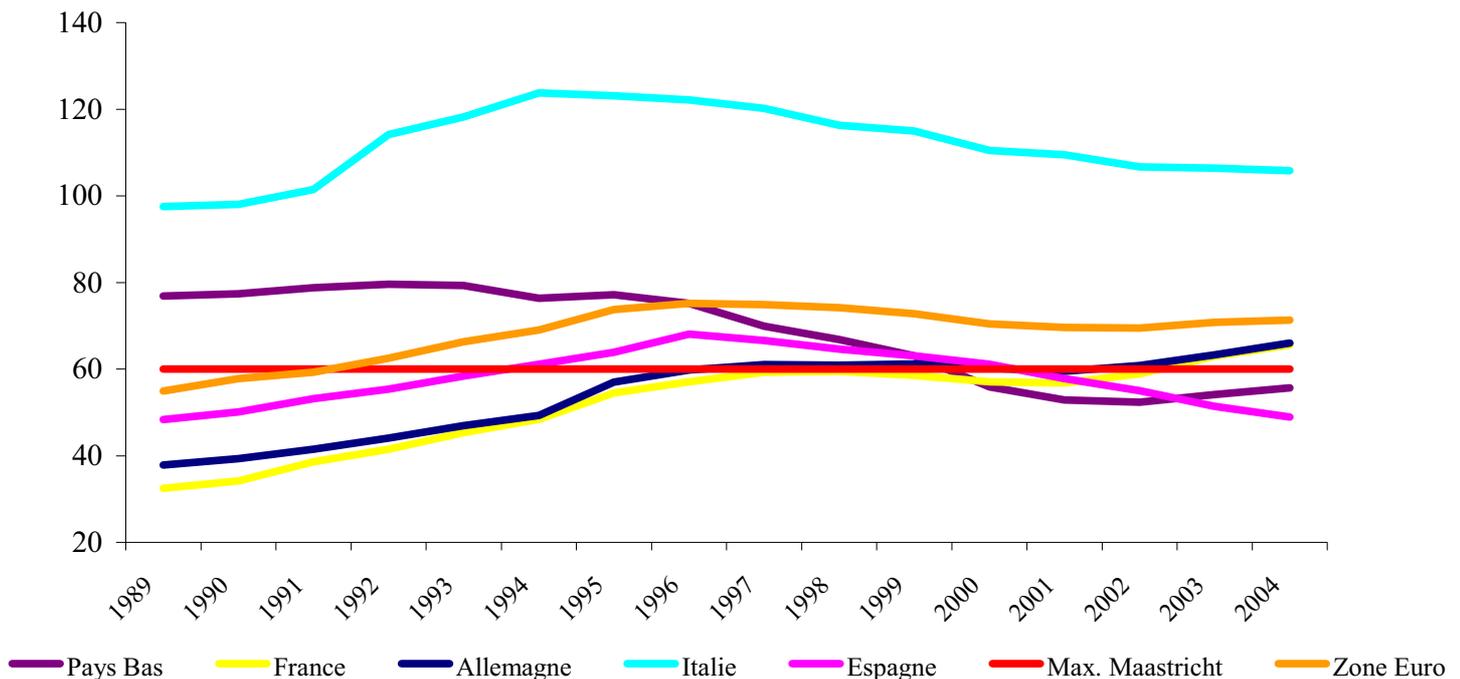
<sup>1</sup> Les OAT indexées sur l'inflation obéissent aux deux principes suivants : le principal, protégé contre l'inflation, est ajusté sur un indice des prix. Cet ajustement peut être calculé chaque jour en fonction d'une référence quotidienne d'inflation, mais il n'est payé par le Trésor qu'à l'occasion du remboursement de l'obligation. L'OAT indexée bénéficie en outre d'une garantie de remboursement au pair : l'indexation ne s'applique en effet que si l'indice d'inflation à maturité est supérieur à l'indice d'inflation à la date de jouissance de la première émission. Dans le cas contraire (en cas de déflation), le remboursement est égal au nominal initial : l'obligation est alors remboursée au pair.

Depuis 2002, la France est entrée dans une période particulièrement faste en ce qui concerne les émissions de titre de la dette publique : plus les finances publiques sont dégradées, plus le rôle de l'Agence France Trésor s'accroît ! Du point de vue de votre rapporteur spécial, partisan d'une grande rigueur en matière de finances publiques, cette situation n'est pas sans ironie...

En termes de « stock » de la dette, les finances publiques françaises ne paraissent pas appeler de commentaire particulier, hormis le fait que la dette publique rapportée au PIB a dépassé les 60 % depuis 2003 et qu'après avoir comparativement été plus favorable que celle des autres pays de la zone euro, le niveau d'endettement français a fini par rejoindre la moyenne européenne.

#### Endettement de 5 pays dans la zone euro

(en % du PIB)

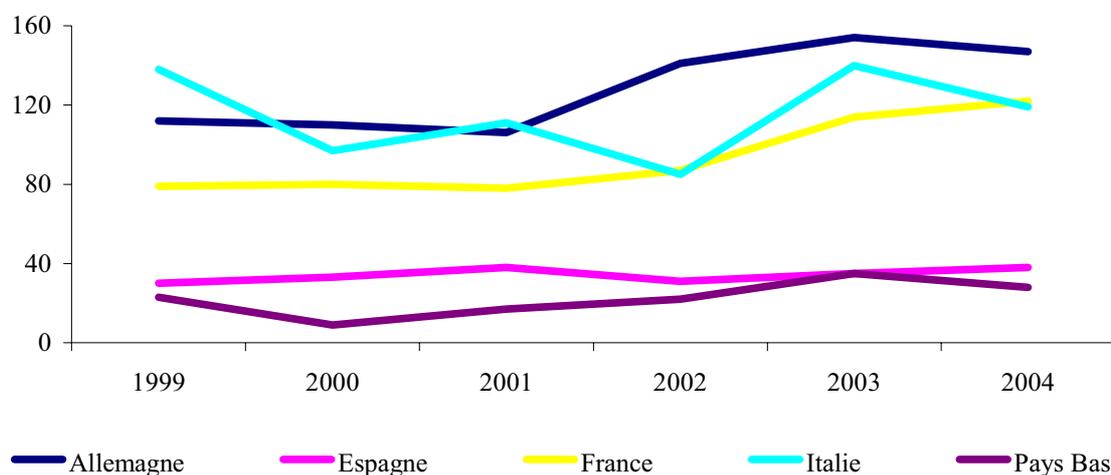


Source : Agence France Trésor

Le « stock » de la dette ne constitue néanmoins pas l'indicateur adéquat pour mesurer l'activité de l'institut d'émission de la dette, en comparaison avec celle des autres émetteurs souverains de la zone euro. Comme le montre le graphique suivant, la France a, en termes d'émission, dépassé l'Italie depuis 2004 et talonne l'Allemagne.

### Emissions nettes de rachat dans 5 pays de la zone euro

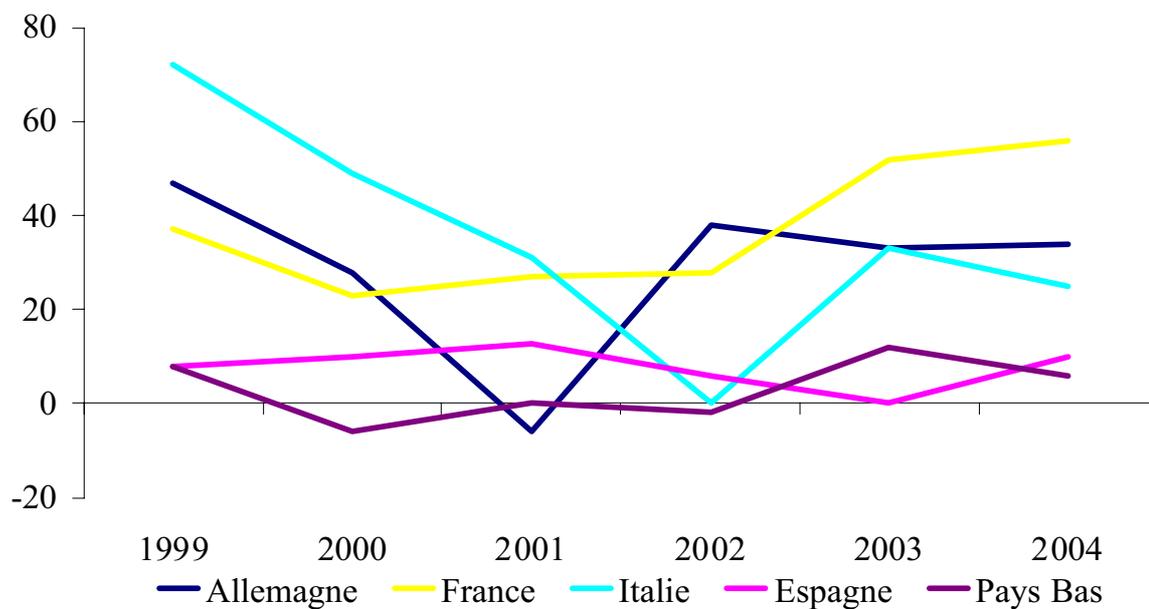
(en milliards d'euros)



Source : Agence France Trésor

### Besoin de financement net des amortissements dans 5 pays de la zone euro

(en milliards d'euros)



Source : Agence France Trésor

Le volume massif des émissions de l'Agence France Trésor est dû à l'augmentation du besoin de financement de l'Etat, net des amortissements des dettes passées, et donc à la brutale détérioration du solde budgétaire en 2002. **Le besoin de financement, net des amortissements, de la France est devenu supérieur à celui de l'Allemagne ou de l'Italie.**

*d) La nécessité de mettre en place un contrôle des risques pertinent*

Dans ses activités de trésorier de l'Etat, comme dans son métier d'émetteur souverain, l'Agence France Trésor, et ses homologues étrangers sont confrontées, comme tout établissement financier, à des risques significatifs, dont l'impact budgétaire peut être important. L'AFT a depuis quelques années commencé un recensement des risques encourus et mis en place des procédures destinées à y faire face. Cinq catégories de risques ont été identifiées : risques de taux, risques de contrepartie, risques de règlement, risques opérationnels, risques d'écart entre prévision et réalisation.

Compte tenu de l'étendue de ces risques, l'AFT a décidé, bien qu'elle ne soit pas un établissement financier, **d'adopter le cadre de contrôle interne en vigueur dans les établissements financiers français** (Règlement 97-02 du Comité de réglementation Bancaire et Financière). Elle a en outre conçu **un cahier de procédures** qui détaille les normes de gestion, d'organisation et de contrôle. Enfin une **charte de déontologie** inspirée de celles en vigueur dans le secteur financier a été mise au point au sein de l'Agence France Trésor.

S'agissant du contrôle, il convient de distinguer le contrôle interne à l'agence du contrôle externe. La cellule de contrôle des risques constitue au sein même de l'Agence France Trésor une première garantie de respect des procédures.

Conformément aux dispositions de l'article 8 de la loi de finances rectificative n° 2000-1353 du 30 décembre 2000, l'AFT est en outre soumise à un audit annuel d'un commissaire au compte qui figure en annexe au projet de loi de finances transmis au Parlement.

Enfin, dans le cadre de la certification des comptes prévue par l'article 58 5° de la LOLF, la Cour des comptes devrait être amenée à réaliser un audit comptable de l'Agence France Trésor.

### **Les risques liés à la gestion de la dette et de la trésorerie**

#### **- Les risques de taux d'intérêt :**

Le risque structurel pour l'AFT, comme pour tout gestionnaire de dette, public ou privé, est le risque de taux d'intérêt : toute variation du niveau des taux influence les conditions d'émission de la dette ainsi que celles de négociation des « swaps ».

#### **- Les risques de contrepartie :**

C'est le risque encouru en cas de défaillance d'une contrepartie. Il dépend de la solvabilité et de la solidité financière des établissements financiers. Ce risque est aujourd'hui relativement bien couvert.

#### **- Les risques de règlement :**

Le risque de règlement survient en cas de non-versement par une contrepartie donnée des sommes dues à la suite d'une erreur matérielle ou d'un défaut des circuits de paiement. Il s'applique principalement à la gestion de trésorerie et à la gestion active de la dette. Ce risque est relativement faible pour des opérations comme les pensions livrées qui passent par des systèmes de place sécurisés ; il est plus élevé pour des opérations comme les dépôts ou les swaps.

#### **- Les risques opérationnels :**

L'AFT ne s'expose pas exclusivement aux risques proprement financiers. Elle peut, comme tout utilisateur de systèmes informatiques subir des pannes ou des défaillances de ses matériels. Elle peut également être exposée à des poursuites juridiques sur les contrats qu'elle a signé avec ses contreparties bancaires...L'ensemble de ces risques sont regroupés sous l'intitulé risques opérationnels. On peut en donner la définition suivante : ce sont les risques de pertes directes ou indirectes résultant de l'inadaptation ou de la défaillance de procédures, de personnes ou de systèmes ou résultant d'évènements extérieurs (Comité de Bâle de janvier 2001).

#### **- Les risques d'écart prévision/réalisation**

La gestion du compte pivot du Trésor impose une information, en amont, par les différents correspondants de la trésorerie des flux qui auront un impact sur le compte les jours suivants. Tout défaut dans cette procédure d'annonce préalable induit des écarts entre prévision et réalisation qui peuvent nuire à la gestion optimale de la trésorerie.

*Source : Agence France Trésor*

## **2. Le Trésor italien : le choix d'une gestion opportuniste de la dette de l'Etat ?**

La structure chargée de la dette et de la trésorerie constitue une direction au sein de la direction générale du Trésor italien à laquelle votre rapporteur spécial a rendu visite.

### *a) Une prudence dans la gestion de la trésorerie*

**En matière de gestion de la trésorerie, son activité se caractérise par une certaine prudence**, son objectif étant de garantir un solde minimal à la banque d'Italie de 15 milliards d'euros en fin de mois (et non simplement un solde supérieur à zéro, sans doute en raison d'incertitudes sur les opérations pouvant se dérouler sur le compte). Le Trésor italien centralise en effet les dépôts des collectivités territoriales (comme en France), de la Poste italienne et de la SACE (COFACE italienne). Les précautions prises dans la tenue du compte à la banque d'Italie expliquent une absence de gestion active de la trésorerie, ce qui prive le budget de l'Etat italien de recettes significatives.

### *b) Un émetteur opportuniste par nécessité ?*

S'agissant de la gestion de la dette, le Trésor italien a des objectifs comparables à ceux de l'Agence France Trésor : faire face aux besoins de financement de l'Etat au moindre coût. **La difficulté de son action tient à un stock de dette très important (105,8 % du PIB pour la dette publique italienne en 2004) et aux montants considérables des intérêts versés par le budget au titre du service de la dette.** Alors qu'il a un stock de dette à refinancer très important, **le Trésor italien doit y faire face avec une « signature » moins favorable que celles d'autres pays**, et donc à un coût relativement pénalisant pour les finances publiques, même si l'effet est assez indolore lorsque les taux d'intérêt de la zone euro sont aussi bas qu'ils le sont aujourd'hui.

Ces difficultés de financement, et de refinancement, expliquent pour une grande part, selon votre rapporteur spécial, la différence de stratégie avec celle l'Agence France Trésor.

Certes, le Trésor italien émet en premier lieu des titres banalisés. Dans ce domaine, il suit les grandes tendances des émetteurs souverains. Depuis 2003, il alimente ainsi le segment de marché des titres indexés sur l'inflation. A ce stade, il a indiqué en revanche ne pas souhaiter émettre sur des maturités très longues (50 ans) comme l'a fait l'Agence France Trésor, considérant que la demande des investisseurs était trop faible.

**Sa stratégie consiste en second lieu à recourir, selon votre rapporteur spécial, à un financement « opportuniste », lié aux occasions de marché.** Le Trésor italien a notamment un programme important d'émission en devises, dollars américains, de manière constante, mais aussi, au gré des opportunités, yen, sterling, dollar australien, franc suisse, couronne norvégienne<sup>1</sup>. **Cet opportunisme contraint inéluctablement le Trésor italien à recourir à des « consultants » pour mener ces opérations et, de manière quasi systématique, à faire appel aux banques pour placer les titres de la dette italienne, par le biais de la syndication.** Or cette technique est sensiblement plus coûteuse, en général, que l'adjudication.

Le Trésor italien pratique en outre des « swaps » de taux d'intérêt.

*c) Quel contrôle sur les risques pris ?*

Votre rapporteur spécial s'est en outre interrogé sur la portée du contrôle politique exercé sur la gestion de la dette. Il lui a été indiqué, au cours de sa mission au Trésor italien que la gestion de la dette était déléguée par le Parlement au ministre de l'économie et des finances. Dans ce contexte est publiée, chaque année, en début d'année, une « note d'orientation » réalisée par le Trésor et validée par le ministre (diminution de la durée de vie moyenne de la dette, réduction des coûts de celle-ci) fixant des objectifs généraux. En cours de gestion, les questions importantes sont tranchées par un dialogue régulier entre la direction de la dette et la direction générale du trésor.

En fin d'année, le ministre « évalue » la gestion de la dette, mais sans indicateurs clairs, ou chiffrés.

Quant au contrôle par le Parlement, qui constitue du point de vue de votre rapporteur spécial une « ardente obligation » dans tous les domaines de gestion de l'Etat, des auditions par la commission compétente seraient possibles en théorie. Elles sont inexistantes en pratique.

---

<sup>1</sup> L'Agence France Trésor a été autorisée en loi de finances initiale pour 2003 à émettre des emprunts en devises. Elle n'a encore jamais utilisé cette faculté, mais poursuit l'examen et l'instruction de ses éléments techniques conformément à l'information transmise au président de votre commission des finances par lettre du ministre du 21 août 2003. Les derniers emprunts en devises de la France remontent en 1982 et 1983. Ils concernaient des emprunts en dollars et en écus.

Pour ces opérations, le risque serait faible car il s'agirait a priori d'opérations couvertes en change.

### **3. Le Debt management office (DMO) : une centralisation des émissions obligataires, une stratégie comparable à celle de France Trésor**

Le Debt management office (DMO), auquel votre rapporteur spécial a rendu visite, constitue une structure comparable à l'Agence France Trésor, sous la tutelle du Trésor britannique, mais géographiquement distincte du ministère chargé des finances. Ses locaux sont ainsi dans la City de Londres. L'un des responsables de la gestion de la dette britannique présente la singularité d'être un Français, haut fonctionnaire de sa très gracieuse Majesté.

Cette structure présente, en outre, la particularité de ne pas émettre, bien évidemment, sa dette en euros, mais en livres sterling. **Si le marché obligataire de la dette britannique représente tout de même 5 % du marché mondial de la dette publique, les gestionnaires du DMO ont souligné la relative étroitesse de ce marché, en comparaison avec celui des émetteurs de la zone euro, qui empêche selon toute vraisemblance le Debt management office d'obtenir les conditions financières auxquelles il pourrait prétendre, compte tenu du caractère limité de la dette anglaise.**

#### *a) Une structure institutionnelle originale*

Trois entités, y compris le DMO, sont en réalité chargées de gérer la dette britannique. L'agence britannique n'est responsable « que » de la dette négociable, soit 368 milliards de livres sterling au 31 décembre 2004.

Une autre structure, le NSI (National Savings and Investments) est responsable de la collecte de l'épargne des particuliers : les titres émis, garantis en capital, ont un très faible rendement mais donnent droit à participer à une « loterie », qui permet, lors de tirages aux sorts, aux épargnants d'enregistrer des gains éventuels très importants. Le stock de dette émis par cette « originalité » britannique s'établissait au 31 décembre 2004 à 67,8 milliards de livres sterling.

Enfin, la Banque d'Angleterre gère un volume de dette en livres sterling et un portefeuille de « swaps » en devises pour couvrir ses réserves de change, de l'ordre de 30 milliards de livres sterling.

C'est en avril 1998 que cette architecture institutionnelle de la dette britannique a été définie, avec la création du DMO. Auparavant, la Banque d'Angleterre émettait la dette négociable pour le compte du Trésor britannique. Ce changement est lié à celui intervenu en mai 1997, qui avait vu le transfert, en ce qui concerne la fixation des taux d'intérêts, du Trésor à la Banque d'Angleterre.

*b) Une stratégie du DMO comparable à celle de l'Agence France Trésor*

Les objectifs assignés au Debt management office par le Trésor britannique sont de « *minimiser, sur le long terme, les coûts liés à la couverture du besoin de financement de l'Etat, en prenant en compte les risques, et en assurant la compatibilité entre la gestion de la dette et les objectifs de la politique monétaire*<sup>1</sup> ». Ils sont comparables à ceux de l'Agence France Trésor. Le DMO poursuit ainsi une politique d'émission « ouverte », transparente et prévisible<sup>2</sup>.

Les produits émis sont comparables, prenant en compte la demande des investisseurs. Le DMO émet ainsi des produits indexés sur l'inflation, sans aller jusqu'à émettre, comme l'AFT, des produits indexés sur l'inflation de la zone euro. Quelques semaines après l'Agence France Trésor, le DMO a émis, directement par adjudication, un emprunt négociable à 50 ans.

En revanche, l'émission d'obligations libellées en devises étrangères lui est, contrairement à l'AFT, interdite. La Banque d'Angleterre peut, elle, en revanche, émettre en devises étrangères, qu'elle « swappe » ensuite en livres sterling.

*c) Une centralisation de la gestion de la dette*

Abstraction faite de l'organisation originale des structures chargées d'émettre de la dette pour le compte du Trésor britannique, votre rapporteur spécial a retiré l'impression que la dette britannique était gérée de manière plus centralisée que la dette publique française. Cette impression est corroborée par trois éléments.

Premièrement, **il n'existe pas au Royaume-Uni de dette sociale, distincte de la dette de l'Etat, comme c'est le cas en France**. Cette différence est essentielle : elle peut être à l'origine de malentendus lorsque la CADES organise des présentations de ses émissions face à des investisseurs anglo-saxons qui peuvent éprouver des difficultés à saisir la subtilité des relations financières entre l'Etat et la sécurité sociale.

Deuxièmement, **le DMO peut émettre, pour le compte des collectivités territoriales qui le souhaitent, des titres de dette sur les marchés**. Cette faculté est sans doute source d'économies pour les collectivités territoriales britanniques en comparaison avec les conditions de financement offertes en France par les banques.

---

<sup>1</sup> Les dernières considérations n'ont plus lieu d'être s'agissant d'un pays comme la France qui a délégué sa politique monétaire à la Banque centrale européenne.

<sup>2</sup> « Open, transparent and predictable » selon les termes du rapport d'activité du DMO.

Troisièmement, **le DMO mène une réflexion sur l'opportunité de financer les partenariats public-privé (PPP ou Private Finance Initiative (PFI)) par son intermédiaire.** Alors qu'un PPP peut s'apparenter à un démembrement de l'action de l'Etat, il y a au Royaume-Uni une réflexion en cours sur la recentralisation du financement des PPP, tout en conservant une délégation aux opérateurs privés des risques opérationnels.

Cette volonté de centraliser la gestion de la dette contraste avec une réalité française liée à une dette de l'Etat fragmentée, avec une multiplicité d'émetteurs de la dette.

*d) Un contrôle politique relativement abouti*

Le gestionnaire de la dette britannique a développé un système très développé de prise en compte des risques. Les contrôles sont importants : le DMO subit ainsi un audit annuel de ses comptes. Un rapport biannuel du gouvernement est publié par le secrétaire au Trésor. Enfin, le National Audit Office (NAO) britannique, qui constitue l'équivalent de la Cour des comptes, procède à un contrôle régulier du Debt management office.

**Ces différents contrôles alimentent les auditions du responsable du DMO que la commission des finances de la Chambre des communes organise fréquemment.** Ces « hearings » sont particulièrement denses : les questions, très techniques, font l'objet de relances lorsque la personne auditionnée cherche à éviter de répondre, ou répond de manière superficielle.

En revanche, en ce qui concerne la mesure de ses performances, le DMO a indiqué travailler avec prudence sur le sujet, évoquant, pour l'essentiel, sa participation à un groupe de travail de l'OCDE.

***B. GRÂCE À LA LOLF, L'AVANCE DE L'AGENCE FRANCE TRÉSOR DANS LA MESURE DE LA PERFORMANCE***

Sans préjuger de la qualité de la gestion des autres opérateurs de la dette au sein de l'Union européenne, votre rapporteur spécial est revenu convaincu de l'apport majeur de la LOLF dans l'évaluation de la performance. Celle-ci ne peut être résumée au taux d'intérêt des émissions de l'année.

L'Agence France Trésor a eu le mérite, grâce à la LOLF, de dépasser une comparaison, trop partielle, des différentiels de taux d'intérêt pour **distinguer la qualité de la signature de l'Etat émetteur, liée à sa situation économique et budgétaire, de la qualité de gestion intrinsèque de la structure en charge des émissions, liée à la mise en place d'une stratégie pertinente de placement des titres de la dette sur le marché.**

Aux termes du guide de la performance, élaboré conjointement par le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie (direction de la réforme budgétaire) avec les commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat, la Cour des Comptes et le Comité interministériel d'audit des programmes<sup>1</sup>, à destination notamment des gestionnaires de programme, un « **bon** » **indicateur de performance doit être pertinent**, c'est-à-dire permettre d'apprécier les résultats réellement obtenus<sup>2</sup>, être disponible à intervalles réguliers, se prêtant à des comparaisons, être compréhensible, pérenne, de fiabilité incontestable, tout en étant élaborés à un coût raisonnable.

### **1. Les limites liées aux différentiels de taux d'intérêt**

Le « spreadomètre », diffusé en ligne par l'Agence France Trésor, permet d'établir un indicateur synthétique des écarts de coût de financement, comparant les conditions de financement de la France et des autres pays de la zone euro, sur l'ensemble des maturités. Cet indicateur est important car il témoigne de la qualité de signature de la Nation toute entière. Selon cet indicateur, la France obtient les meilleures conditions de financement de la zone euro, avec l'Espagne et l'Allemagne (c'est l'Allemagne qui figure néanmoins régulièrement en tête, l'Espagne talonnant de plus en plus la France). Les conditions de financement de la République française ont bénéficié en moyenne en 2004 d'un avantage de 5,3 points de base par rapport à la moyenne des conditions de financement de la zone euro. A l'inverse, l'Italie et la Grèce obtiennent les conditions de financement les moins favorables. L'Italie a ainsi été mise sous surveillance, avec orientation négative par l'agence de notation Fitch en juillet 2005.

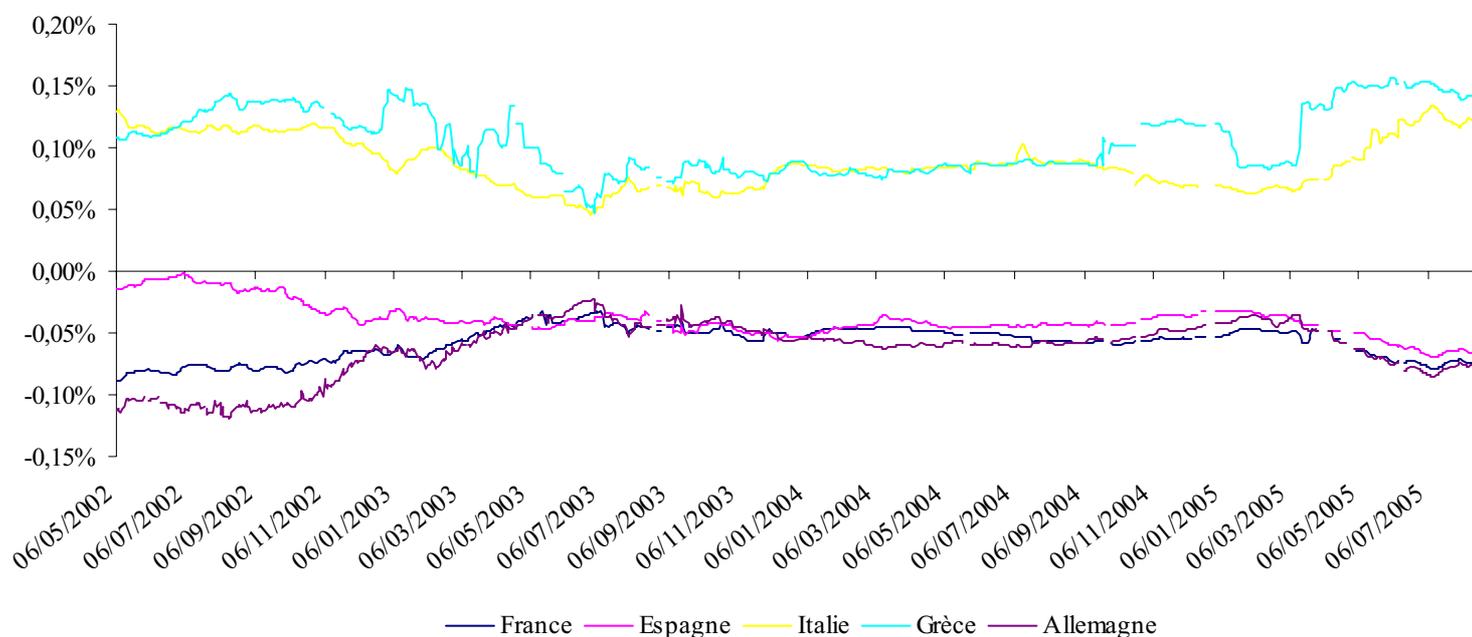
L'indicateur est évidemment trop global pour rendre compte de la qualité de la gestion de l'Agence France Trésor, même si celle-ci peut affecter le différentiel des coûts de financement, mais à la marge. Il ne permet pas, en outre, de rendre compte des conditions de financement obtenus par le Trésor américain et ou le Trésor britannique. Les variations de change rendent toute comparaison, selon l'Agence France Trésor, peu pertinente.

---

<sup>1</sup> Chargé de donner un avis technique sur la qualité des objectifs et indicateurs de performance proposés par les gestionnaires de programme dans les projets annuels de performance.

<sup>2</sup> Les résultats doivent de plus être en relation directe avec l'action qu'a entreprise l'administration.

### La mesure des performances relatives des agences de la dette : la limite des « spreads » (août 2005)



Source : Agence France Trésor

## 2. L'approche de France Trésor

L'AFT a dès lors choisi de mesurer la qualité de sa gestion<sup>1</sup> au travers des deux paramètres laissés à sa liberté de jugement : la répartition dans le temps du volume global émis (le calendrier d'émission) et le choix des maturités émises à chaque adjudication (leur allocation). Il s'agit, grâce à un « automate », d'évaluer la réalisation effective du programme d'emprunt, soit par rapport à une réalisation « aveugle », linéaire et faite indépendamment des informations de marché reçues par France Trésor, soit par rapport à une exécution « normative » définie en début d'année et qui aurait été appliquée sans dévier.

Deux indicateurs ont été définis :

- l'indicateur « temps » mesure la performance de l'AFT par rapport à un automate qui émettrait la même quantité de dette chaque jour (au lieu de le faire lors des adjudications). Par rapport à cet indicateur, le résultat 2004 accorde 0,8 point de base au bénéfice de l'Agence France Trésor ;

<sup>1</sup> Cf sur ce sujet le rapport d'activité de l'Agence France Trésor 2004/2005, pages 28 et 29.

- l'indicateur « allocation » mesure la performance de l'AFT par rapport à un automate qui suivrait strictement le calendrier annoncé en début d'année. Par rapport à cet indicateur, le résultat 2004 accorde 2,6 points de base au bénéfice de l'Agence France Trésor.

Compte tenu des biais inhérents à de tels indicateurs, l'objectif cible pour chaque année consiste à fixer un écart de – 10 points de base à 10 points de base par rapport aux automates, l'AFT devant, bien entendu, s'efforcer dans l'idéal de tendre vers un écart de coût de la dette émise à la dette des automates plutôt négatif que positif.

### **3. Les autres approches possibles**

L'approche ALM (« Asset Liabilities Management » ou gestion actif/passif) repose sur l'idée de faire correspondre l'actif au passif en termes de sensibilité aux différents facteurs de risque (taux, change...). Par exemple, l'émission d'obligations indexées sur l'inflation peut s'expliquer par la sensibilité partielle des recettes d'un État aux variations de prix.

Une analyse ALM complète permet en théorie de déterminer la composition optimale du portefeuille de dette (nominale, indexée, en devises).

Cette analyse reste difficile pour l'Etat car elle nécessite une très bonne connaissance de son actif. Jusqu'à une période récente, cette connaissance était imparfaite. Les progrès réalisés en ce qui concerne les informations contenues dans le compte général de l'administration des finances annexé au projet de loi de règlement, conformément aux nouvelles exigences de sincérité des comptes de l'Etat posées par la LOLF, permettent d'envisager le développement d'une telle approche.

**La performance du gestionnaire serait ainsi liée à sa capacité à mettre, face à l'actif, une répartition optimale du portefeuille de la dette de l'Etat.**

**Objectifs et indicateurs de performance de l'Agence France Trésor**

<b>Action</b>	<b>Objectif</b>	<b>Indicateur de performance</b>	<b>Cible 2006</b>
Gestion de la dette	Couverture du programme de financement	- nombre d'adjudications non couvertes  - taux de couverture des adjudications	0  200 pour les BTF, 150 pour les OAT
	Evaluation de la cohérence des choix de mise en œuvre	- indicateurs temps  - indicateurs allocation	+ 10 à - 10  + 10 à - 10
	Réduction de la durée de vie moyenne de la dette après swap	- durée de vie moyenne après swap	Sans objet
Gestion de la trésorerie	Limiter le solde du compte à la Banque de France en fin de journée	- solde du compte	100 millions d'euros
	Placer les excédents ponctuels de trésorerie au meilleur prix	- rémunération des opérations de dépôt  - Rémunération des opérations de pensions livrées	EONIA <sup>26</sup>  SWAP EONIA – 0,02 %
	Annonce par les correspondants du Trésor des opérations affectant le compte de l'Etat	taux d'annonce des opérations supérieures à 1 million d'euros	95 %
Suivi des risques	Obtenir un niveau de contrôle des risques de qualité constante et qui minimise la survenance d'incidents	- qualité du système de contrôle  - incidents d'exécution des opérations	Indice composite  0

Source : mission « engagements financiers de l'Etat » annexée au projet de loi de finances pour 2006

<sup>26</sup> European overnight interbank average. Ce taux représente le taux moyen, pondéré par les volumes, des prêts à un jour réalisés sur le marché interbancaire par un panel d'établissements bancaires de la zone euro.

\*

\*\*

En termes de « benchmark » européen, votre rapporteur spécial exprime un satisfecit pour la stratégie de l'Agence France Trésor et sa démarche de performance.

Votre rapporteur spécial souligne en effet que la performance doit se mesurer sur le long terme : **une politique comme celle de l'Agence France Trésor, très transparente, répondant à la demande des investisseurs est vertueuse même si elle peut apparaître moins rentable à court terme qu'une politique plus opportuniste.**

La performance doit nécessairement s'entendre en termes de rendement et de risque. La prudence bienvenue de l'Agence France Trésor a eu pour corollaire la mise en place d'instruments de contrôle des risques. Du point de vue du Parlement, ces instruments sont essentiels pour garantir que la gestion d'un poste budgétaire aussi important que celui de la charge de la dette est maîtrisée.

Grâce à la LOLF, l'Agence France Trésor est sans doute la seule agence européenne de la dette à être allée, aussi loin dans la formalisation des objectifs, et la réflexion sur des indicateurs de performance. Il convient désormais, sur le modèle britannique, conformément à l'esprit de la nouvelle « Constitution budgétaire » de déterminer les conditions d'une association satisfaisante du Parlement à la gestion de la dette de l'Etat. **Votre rapporteur spécial invite ainsi à une audition régulière du directeur général de l'Agence France Trésor devant les commissions des finances de chaque assemblée.**



## II. UNE DETTE DE L'ETAT AUJOURD'HUI FRAGMENTÉE

A l'aune des exemples étrangers, la gestion de l'AFT apparaît très satisfaisante. En revanche, la fragmentation, à un point aussi important, de la dette de l'Etat apparaît comme un défaut français.

Juridiquement, il n'existe qu'une seule dette de l'Etat, celle gérée par l'Agence France Trésor<sup>27</sup> au nom de la République française. Si d'autres émetteurs gravitent autour de l'Etat, ils s'en distinguent en raison de leur personnalité juridique, distincte de celle de l'Etat. Il est ainsi nécessaire de distinguer les engagements financiers de l'Etat gérés par l'AFT, les engagements financiers de l'Etat qui ne sont pas gérés par l'AFT (exemple du budget annexe « contrôle et exploitation aériens ») et enfin les engagements financiers des démembrements de l'Etat, dont certains relèvent de son hors-bilan (garanties accordées par l'Etat) et d'autres non (CADES).

Quel est alors le statut de la dette de la CADES<sup>28</sup> (qui est un établissement public administratif), de la dette du budget annexe « contrôle et exploitation aériens », de celle du service annexe d'amortissement de la dette (gérée par la salle des marchés de la SNCF), ou de celles de l'ERAP et de Réseau Ferré de France (tous deux des établissements publics industriels et commerciaux), ou encore de celle de Charbonnages de France<sup>29</sup> (un organisme divers d'administration centrale (ODAC)) ? **Faute de réponse à cette question, qui peut réaliser un contrôle consolidé des conditions de financement de ces organismes ?**

En réalité, la plupart de ces organismes constituent des démembrements de l'Etat. Certains sont destinés à abriter les dettes « cachées de l'Etat, comme le service annexe d'amortissement de la dette (SAAD). **Du point de vue des investisseurs, sollicités pour répondre à chacun de ces émetteurs de dette « quasi étatique », la dette de l'Etat français apparaît singulièrement fragmentée.**

Ceci serait sans doute d'une importance limitée si la fragmentation de la dette de l'Etat ne s'accompagnait de différences significatives dans les modes de gestion retenus par chaque opérateur, et d'une grande hétérogénéité dans les conditions de financement obtenues. De ce point de vue, **il faut considérer qu'il existe non pas une dette de l'Etat, mais des dettes de**

---

<sup>27</sup> En faisant abstraction de la part de plus en plus limitée de dette non négociable gérée conjointement avec la direction générale de la comptabilité publique.

<sup>28</sup> Caisse d'amortissement de la dette sociale.

<sup>29</sup> Lors de la notification du résultat 2002 en mars 2003, l'INSEE a constaté que la société holding des Charbonnages de France et les Houillères de bassin ne pouvaient plus appartenir au secteur marchand et devaient être reclassées en ODAC de manière rétroactive à compter de 2001, car le produit des ventes du groupe représentait désormais moins de 50 % de ses coûts de production. La dette publique s'est trouvée ainsi accrue de 5,3 milliards d'euros en 2001 et de 5,0 milliards d'euros en 2002.

**l'Etat, dont le montant, pour certaines du moins, est considérable. Les émissions de la CADES sur l'année 2005 auront ainsi été supérieures à celles de la Belgique ou des Pays-Bas, à peine inférieures à celle de l'Espagne.**

Certes, l'Agence France Trésor joue un rôle de conseil dans l'organisation du financement de la plupart de ces organismes. Elle a ainsi en 2003 été sollicitée pour appuyer le financement par l'ERAP de l'augmentation de capital de France Telecom, pour 9 milliards d'euros.

Elle est intervenue en 2004 en conseil pour le financement à court terme de l'ACOSS<sup>30</sup> et la reprise de sa dette par la CADES. De la même manière, elle a soutenu, sur un plan technique, le financement de l'UNEDIC.

En 2005, l'AFT a en outre participé à la définition du programme d'emprunt de l'agence de financement des infrastructures de transport en France (AFITF), dont le décret de création confie la réalisation du programme d'emprunt à l'AFT .

Ces prestations de conseil sont évidemment essentielles, mais ne remplacent pas, soit une gestion plus centralisée des dettes de l'Etat, soit au minimum une gestion consolidée de celles-ci.

**Il n'est donc pas étonnant que les surcoûts liés à la fragmentation de la dette de l'Etat soit significatifs : 0,07 % pour la CADES, 0,10 % pour RFF, 0,04 % pour ERAP, 0,2 % pour le budget annexe « contrôle et exploitation aériens », 0,13 % pour Charbonnages de France.** Une telle hétérogénéité des conditions de financement affaiblit la position de l'État face aux marchés.

**Dans la perspective de la LOLF, il paraît en outre urgent de réfléchir à la définition d'objectifs cohérents pour tous ces émetteurs de dettes de l'Etat, et d'introduire des indicateurs de performance communs.**

C'est à une recentralisation des dettes de l'Etat, ou du moins à une gestion consolidée de celles-ci, qu'appelle votre rapporteur spécial.

---

<sup>30</sup> Agence centrale des organismes de Sécurité sociale.

## **A. A LA DÉCOUVERTE DES AUTRES DETTES DE L'ETAT**

Votre rapporteur spécial est parti à la découverte des dettes de l'Etat, s'inquiétant, dans certains cas, des conditions de leur financement. Le « spread » enregistré par certains émetteurs publics s'explique, pour une petite partie, parfois, par une insuffisante technicité des gestionnaires, mais le plus souvent, par une taille comparativement limitée de la dette de l'organisme para-étatique par rapport à celle de l'Etat, empêchant d'obtenir des taux aussi favorables. En matière de taux d'intérêt, le volume d'émission constitue un paramètre essentiel. **L'effet d'aubaine lié aux faibles taux d'intérêts actuels ne remplace pas une gestion effective de la dette.**

En raison de la perspective de clôture de l'établissement à la fin décembre 2007, votre rapporteur spécial ne s'est pas penché avec précision sur les conditions de gestion de la dette de Charbonnages de France, au sujet desquelles une étude précise serait sans doute pourtant utile<sup>31</sup>.

Il consacre quelques développements à la dette de la CADES, à celle du service annexe d'amortissement de la dette de la SNCF et à celle du budget annexe « contrôle et exploitation aériens » qui posent chacun des questions spécifiques.

### **1. La CADES : un émetteur plus important que la Belgique ou les Pays-Bas**

Sans bien évidemment méconnaître l'autonomie du champ de la sécurité sociale, votre rapporteur spécial considère que **la dette de la CADES, établissement public administratif de l'Etat, constitue bel et bien une dette de l'Etat**, la deuxième par le montant et le volume d'émission, après la dette « régaliennne ».

Comme pour tous les établissements publics nationaux, l'Etat est en effet l'ultime responsable de la solvabilité de la CADES, en application de la loi du 16 janvier 1980 relative à l'exécution des jugements par les personnes morales de droit public. Les procédures de redressement et de liquidation judiciaire ne sont pas applicables à un établissement public (article 2 de la loi du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation des entreprises) et, **s'il est dissout, sa dette éventuelle est transférée à la collectivité qui l'a créé (l'Etat dans le cas de la CADES)**. L'Etat peut être tenu d'accorder une

---

<sup>31</sup> Les remboursements de Charbonnages de France sont financés soit par des subventions, soit par de l'endettement à court terme.

avance de trésorerie à la CADES afin de garantir sa liquidité si celle-ci se trouve en situation d'insuffisance de crédit constatée par décision de justice (loi du 16 juillet 1980). Enfin, par assimilation à celle de l'Etat, la signature de la CADES bénéficie du fameux triple A, qui constitue la meilleure notation possible à court, moyen et long terme.

**L'ensemble des observateurs reconnaît que la gestion de la dette de la CADES est réalisée avec un très grand professionnalisme**, même si, en raison d'un volume d'émission plus faible que l'Etat, l'existence d'une caisse d'amortissement autonome de la dette sociale est à l'origine de surcoûts certes limités, mais indéniables. Compte tenu des montants en jeu, le surcoût est de l'ordre de plusieurs dizaines de millions d'euros.

Puisqu'il serait naïf d'imaginer une intégration de la dette de la CADES, dont l'existence est consacrée par la loi organique n° 2005-881 du 2 août 2005 relative aux lois de financement de la sécurité sociale, dans la dette de l'Etat, **il paraît nécessaire d'organiser les conditions d'une gestion consolidée de la dette sociale et de la dette de l'Etat, sur la base d'objectifs cohérents, d'indicateurs de performances et d'une politique de contrôle des risques communs.**

*a) Un émetteur majeur dans la zone euro*

La mission de la CADES est de financer et d'éteindre la dette cumulée du régime général de la Sécurité Sociale pour les exercices 1994 à 2006. Les déficits se sont élevés à 34,2 milliards d'euros pour les années 1994 à 1998. La loi n° 2004-810 du 13 août 2004 relative à l'assurance maladie a prévu d'ajouter à ces déficits initiaux un transfert supplémentaire de dette, dans la limite de 50 milliards d'euros, répartis entre 35 milliards d'euros transférés en 2004 et des déficits prévisionnels 2005 et 2006 transférés dans la limite de 15 milliards d'euros<sup>32</sup>.

La CADES, depuis sa création, aura eu ainsi à rembourser un total de 108,7 milliards d'euros<sup>33</sup>. Il reste à amortir 83,2 milliards d'euros. Le capital déjà amorti était en avril 2005 de 26,6 milliards d'euros, les intérêts déjà payés s'établissant à 12,6 milliards d'euros, grâce à l'affectation de la CRDS<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Le montant réel des déficits cumulés au 31 décembre 2004 s'étant élevé à 33,31 milliards d'euros, l'ACOSS a bénéficié d'un excédent de transfert de 1,69 milliard d'euros de la part de la CADES. Ce trop-perçu a été déduit du transfert relatif à l'exercice 2005.

<sup>33</sup> En tenant compte du plafond de transfert de 15 milliards d'euros pour 2005 et 2006.

<sup>34</sup> La CRDS (Contribution au remboursement de la dette sociale) a été créée en 1996 afin de doter la CADES de recettes qui lui permettent d'apurer la dette qui lui est transférée. Son taux est de 0,5 %.

### Les engagements de la CADES : une mission progressivement élargie

(en milliards d'euros)

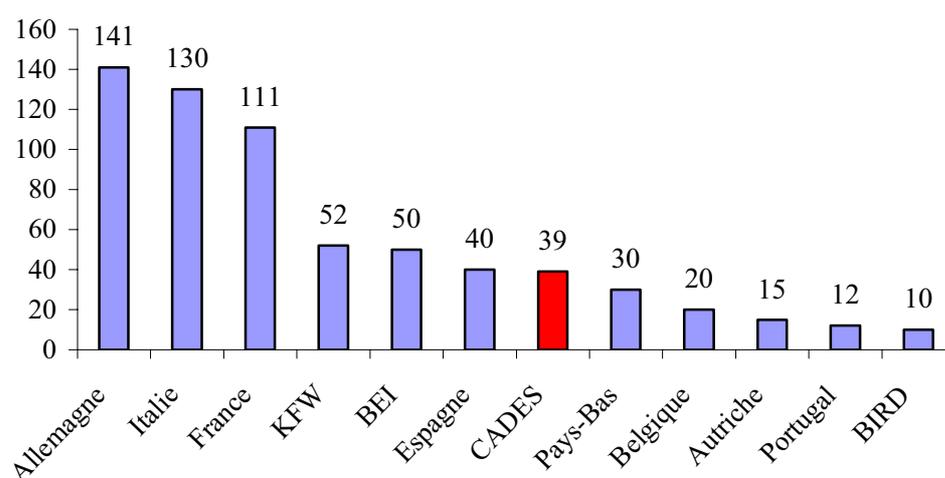
<b>Reprise des déficits</b>	<b>82,5</b>
Période 1994 - 1996	20,9
Période 1996- 1998	13,2
Période 2002- 2006	48,3
<b>Versements à effectuer</b>	<b>26,3</b>
Etat français	23,4
Caisses de sécurité sociale	2,9

Source : CADES

Si la CADES est un gros émetteur sur le marché obligataire, elle n'est pas la seule structure non étatique à emprunter sur les marchés (ex : KfW allemande, banque européenne d'investissement, agences de crédit hypothécaires US...). Néanmoins, **son programme d'émission pour l'année 2005 est sensiblement égal à celui de l'Etat espagnol, et largement supérieur à celui d'émetteurs souverains comme la Belgique et les Pays-Bas, comme le montre le graphique ci-après<sup>35</sup>.**

### La place de la CADES parmi les autres émetteurs en 2005

(en milliards d'euros)



Source : CADES

<sup>35</sup> A noter cependant que ce programme 2005 devrait être exceptionnel, dans la mesure où il traduit la reprise de dette arrêtée en 2004.

L'extension de la durée de vie de la CADES, avec la suppression de la limite de 2014 posée pour le remboursement de la dette sociale par la loi n° 2004-810 du 13 août 2004, aurait pu laisser penser que l'abandon de l'objectif d'extinction de la dette sociale était programmé. Il n'en est visiblement rien.

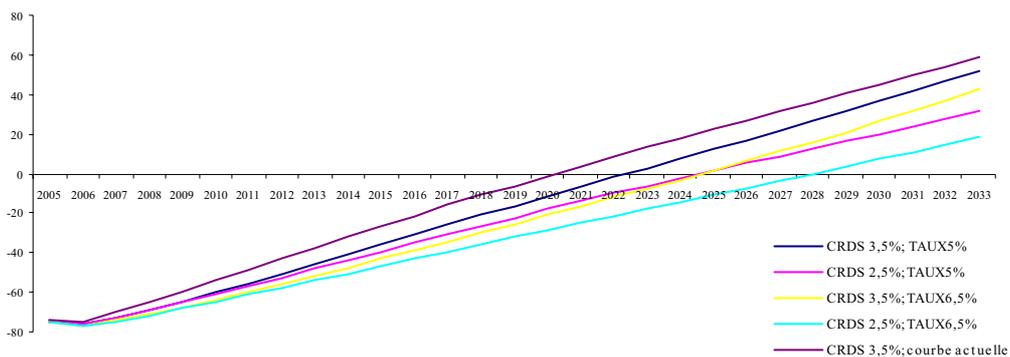
L'article 20 de la loi organique n° 2005-881 du 2 août 2005 relative aux lois de financement de la sécurité sociale a modifié l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale et **empêche, à l'avenir, d'accroître la durée d'amortissement de la dette sociale**. Il dispose en effet que « *tout nouveau transfert de dette à la Caisse d'amortissement de la dette sociale est accompagné d'une augmentation des recettes de la caisse permettant de ne pas accroître la durée d'amortissement de la dette sociale* ». La durée d'amortissement est alors appréciée « *au vu des éléments présentés par la caisse dans ses estimations publiques* ».

La CADES reste donc promise à la disparition « dès » la dette sociale éteinte. **Selon les simulations réalisées par l'établissement public, un produit de la CRDS en croissance de 2,5 % par an<sup>36</sup>, avec un taux d'intérêt moyen de 5 % sur la période permettrait une extinction de la dette à l'horizon 2022.**

La gestion de la dette sociale par la CADES a donc vocation à durer encore quelques années...

#### Quand s'éteindra la dette de la CADES ?

( en % et en milliards d'euros )



Source : CADES

<sup>36</sup> La CRDS est fortement corrélée au taux de croissance du PIB.

*b) La gestion de la dette de la CADES*

La CADES obéit à une logique de « boîte étanche » : une taxe est affectée au remboursement d'un stock de dette (et non au financement d'un flux). Elle fonctionne avec une structure légère, très professionnelle, et reconnue par les marchés.

A première vue, elle émet des produits proches des OAT, avec des maturités de 5, 10 et 15 ans. Elle a, dans sa gamme de produits, des obligations indexées sur l'inflation française<sup>37</sup>. Dans la mesure où elle poursuit un objectif d'extinction de la dette sociale, et que son échéance la plus défavorable est aujourd'hui l'année 2027<sup>38</sup>, la CADES n'émet pas de titres sur des maturités très longues (30 ans et *a fortiori* 50 ans).

En réalité, la CADES a une gestion de son endettement beaucoup plus diversifiée que l'Agence France Trésor : il convient de noter la forte prévalence d'une dette de court terme en raison des conditions favorables actuelles (papier commercial 17 %, billets de trésorerie 5 %), une dette à taux variable à 35 % et des émissions en devises étrangères (8 % du stock), dollar US, dollar néo-zélandais. La CADES a ainsi recours à une gamme très diversifiée d'instruments de financement : billets de trésorerie, papier commercial en euros et en dollars US, crédits syndiqués, financements obligataires, bons à moyen terme. **Elle s'autorise une politique d'émission plus audacieuse, plus risquée, plus opportuniste que l'Agence France Trésor.**

Le décret relatif à la CADES du 24 janvier 1996 l'autorise également à procéder à des opérations de marché à terme, à mener des opérations de change, à conclure des contrats d'échange ou d'options de taux d'intérêt et à procéder à des opérations de pensions sur titres d'Etat ou sur les titres qu'elle a émis, cela dans le cadre d'une stratégie de couverture des risques de change ou de taux.

Pour 2005, la CADES a élaboré un programme d'emprunt, selon ses termes, « diversifié et flexible », portant sur :

- 10 à 15 milliards d'euros au titre d'emprunts de référence libellés en euros à échéance 2010, 2015 et au-delà, avec un objectif pour chaque émission de 3 milliards d'euros ;

- 2 à 5 milliards d'euros d'émission indexées sur l'inflation française avec des maturités jusqu'à 15 ans ;

---

<sup>37</sup> La CADES estime en revanche qu'une indexation sur l'inflation de la zone euro n'aurait pas grand sens en raison de l'absence d'exposition de la CRDS à l'inflation européenne.

<sup>38</sup> Cf graphique ci-dessus.

- 2 à 5 milliards d'euros également d'emprunts de référence en devises non euro (dollars US, livre sterling...);

- 2 à 5 milliards d'euros de placements privés structurés en toutes devises (dollars australiens ou néo-zélandais...).

S'ajoute le maintien d'encours importants de programmes de court terme.

**On est fondé à s'interroger sur les raisons qui conduisent à l'Agence France Trésor et la CADES à avoir des politiques d'émission de la dette aussi dissemblables, sur plus de 50 % du programme d'émission de la CADES** (les emprunts de référence en euros et les emprunts indexés sur l'inflation sont proches de l'AFT). Certes, l'objectif d'extinction de la dette sociale « le plus vite possible » peut conduire à une politique sensiblement plus audacieuse qu'une politique visant à répartir la charge de remboursement de la dette de l'Etat dans le temps. La CADES est un émetteur environ trois fois plus petit (mais seulement trois fois plus petit !) que l'Agence France Trésor et peut donc se permettre davantage de liberté dans sa gestion.

Il reste néanmoins essentiel qu'un contrôle effectif puisse être réalisé en permanence en ce qui concerne la gestion des dettes de l'Etat, surtout lorsqu'elles atteignent de tels montants.

*c) Quel contrôle pour la CADES ?*

La CADES a mis en place des synergies réelles avec l'Agence France Trésor. Celle-ci est présente dans son conseil d'administration, en tant que représentant du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.

La coordination apparaît forte entre les deux structures<sup>39</sup> qui utilisent des produits très proches (exemple de la CADESi, fondée sur le même modèle que l'OATi). Une démarche d'intégration de la gestion de la dette de la CADES au sein de la gestion de la dette de l'Etat serait évidemment plus difficile : la logique de la CADES est celle de l'extinction de la dette, celle de l'AFT est celle d'un refinancement sur le long terme.

**Il y a néanmoins la place pour un contrôle consolidé de la gestion « dette de l'Etat – dette sociale », avec, à défaut d'objectifs communs, des indicateurs de performance communs, une gestion des risques identique.**

En ce qui concerne le contrôle, des parlementaires, députés et sénateurs, sont présents au comité de surveillance de la CADES, chargé d'émettre un avis sur le rapport annuel d'activité. Aux termes de l'article 9 de

---

<sup>39</sup> Lors de la création de la CADES, cette dernière a même conduit avec l'AFT des tournées de présentation communes auprès des investisseurs, qui ont permis d'expliquer la distinction très française entre dette de l'Etat et dette sociale.

la loi organique n° 2005-881 du 2 août 2005 relative aux lois de financement de la sécurité sociale, les commissions des affaires sociales de l'Assemblée nationale et du Sénat ont un droit de contrôle étendu sur la CADES. La commission des affaires sociales du Sénat l'a, grâce à notre collègue Alain Vasselle, d'ailleurs déjà exercé par le passé en publiant en 2003 un excellent rapport d'information intitulé « *La CADES : nouvel enjeu des finances sociales ?*<sup>40</sup> ».

**Ceci n'empêche pas les commissions des finances des deux assemblées, d'envisager, sous l'angle technique de la gestion de la dette, un contrôle consolidé des conditions de financement de la dette de l'Etat et de la dette sociale.**

Une telle vision va de pair avec la mise au point d'objectifs cohérents entre les deux structures, CADES et AFT, et **d'indicateurs de performances communs, sur la base du travail déjà réalisé par l'agence chargée de la dette de l'Etat.** Les indicateurs de performance développés par l'AFT paraissent pleinement applicables, sous réserve d'inventaire, à la CADES.

**Il ne paraît pas souhaitable que, faute d'être assujettie à la LOLF, la CADES ne soit pas en mesure d'évaluer sa performance.**

## **2. Le SAAD : une dette de l'Etat gérée par la SNCF**

Les enjeux liés au service annexe d'amortissement de la dette (SAAD) de la SNCF sont sensiblement différents de ceux liés à la CADES. Il s'agit de faire émerger une dette de l'Etat « masquée », qui n'apparaît bizarrement, ni dans les comptes de la SNCF, car il s'agit d'une dette de l'Etat, ni dans ceux de l'Etat, car il s'agit d'une dette « facialement » et historiquement émise par la SNCF.

### *a) La mise en place du SAAD*

Le SAAD a été mis en place à partir du 1<sup>er</sup> juin 1991, dans le cadre du contrat de plan 1990-1994, quelques mois avant la publication au Journal officiel des communautés européennes de la directive du Conseil 91/440/CEE du 29 juillet 1991, relative au développement de chemins de fer communautaires qui dispose, dans son article 9, que « *les Etats membres mettent en place, conjointement avec les entreprises ferroviaires existantes, des mécanismes adéquats pour contribuer à réduire l'endettement de ces entreprises jusqu'à un niveau qui n'entrave pas une gestion financière saine et pour réaliser l'assainissement de la situation financière de celles-ci. A cette fin, les Etats membres peuvent prendre les mesures nécessaires pour que soit créé, au sein de la comptabilité de ces entreprises, un service distinct*

---

<sup>40</sup> Rapport d'information n° 248 (2002-2003).

*d'amortissement des dettes. Au passif de ce service peuvent être transférés, jusqu'à extinction, tous les emprunts de l'entreprise contractés tant pour le financement des investissements que pour la couverture d'excédents de dépenses d'exploitation résultant de l'activité de transport par chemin de fer ou de la gestion de l'infrastructure ferroviaire... ».*

Le SAAD a ainsi été créé pour désendetter la SNCF, six ans avant Réseau Ferré de France (RFF), qui poursuit un objectif similaire. **Tant la constitution du SAAD que celle de l'entreprise RFF n'ont emporté transfert juridique des dettes, mais simple transfert économique, la SNCF étant dans les deux cas déchargée de l'obligation de financer le montant de ces dettes.**

La SNCF gère la dette pour le compte de l'Etat, avec un « spread » de 0,06 % à 0,07 % et l'Etat « rembourse le remboursement ». **Celui-ci s'est malheureusement trop peu intéressé aux conditions de gestion de cette dette : alors que les comptes du SAAD sont « auditables » par l'Etat ; ils n'ont pas été audités depuis 1994 !**

Le capital restant dû par le SADD s'élève à 9 milliards d'euros. Il a fait l'objet d'une première « injection » de 5,5 milliards d'euros, puis de deux rechargements, l'un en 1997, de 4,3 milliards d'euros, et l'autre en 1999.

Par « lettre du ministre », les engagements annuels de l'Etat ont été figés à 670 millions d'euros par an, ramenés à 627 millions d'euros dans le projet de loi de finances pour 2006. Avec un tel montant annuel de remboursement, l'amortissement complet de la dette du SAAD est prévu fin 2023.

#### *b) Sortir des faux semblants*

Une clarification de la situation du SAAD paraît incontournable au moment où les comptes de l'Etat se trouvent soumis, en application de l'Etat, à une exigence de sincérité. **La constitution de comptes consolidés de l'Etat devrait être l'occasion d'une intégration de la dette du SAAD, comme celle de la CADES, au sein de la dette consolidée de l'Etat.**

Un transfert pur et simple de la dette du SAAD à l'Etat est impossible : des titres de dette « SNCF » ne peuvent être repris par un autre débiteur sans accord des créanciers. La solution consiste à mettre en place dans les comptes de la SNCF, sur le modèle des relations entre la SNCF et RFF, une « créance sur l'Etat », d'où au passif du bilan de l'Etat une dette vis-à-vis de la SNCF.

La difficulté est évidemment liée à l'effet qu'aurait ce traitement comptable sur la dette maastrichtienne (+ 0,6 point de PIB), mais aussi,

l'année du traitement « comptable », à un effet possible sur le déficit, pour un montant équivalent.

Votre rapporteur spécial considère que la solution se trouve à l'échelle européenne, car d'autres Etats sont dans des situations équivalentes.

### **3. La dette du budget annexe « contrôle et exploitation aériens » : une dette très faible, mais relativement coûteuse**

L'article 18 de la LOLF autorise le recours à l'emprunt pour les budgets annexes afin de compléter l'autofinancement constitué de l'excédent du compte d'exploitation, pour faire face aux dépenses d'investissement.

C'est donc de manière complètement conforme à la LOLF que le budget annexe « contrôle et exploitation aériens » gère 8 lignes d'emprunts, souscrits auprès de 5 établissements bancaires, pour un total de 760,2 millions d'euros, au 31 décembre 2004 restant à rembourser, contractés hors appels d'offres par les « budgétaires » de la direction générale de l'aviation civile. L'AFT a donné un avis formel sur les conventions avec les banques.

#### **Evolution de l'endettement du budget annexe « contrôle et exploitation aériens »**

*(en millions d'euros)*

<b>Année</b>	<b>Encours d'emprunt</b>	<b>Charges financières</b>
1999	619,2	26,6
2000	663,1	27,6
2001	708,6	25,2
2002	726,1	26,5
2003	761,2	18,8
2004	760,2	17,4
Total	-	142,1

*Source : direction générale de l'aviation civile*

Si les charges d'emprunt sont minimales, 17 millions d'euros, la dette du budget annexe « contrôle et exploitation aériens » fait apparaître des surcoûts élevés, de l'ordre de 0,2 % par rapport à la dette négociable de l'AFT. Ses surcoûts sont liés aux faibles volumes émis et au passage par l'intermédiation bancaire, de préférence au recours direct au marché.

Dans ces conditions, on peut s'interroger sur la nécessité qu'a le budget annexe « contrôle et exploitation aériens » de contracter directement des emprunts coûteuse, plutôt que de s'endetter par l'intermédiaire de l'Agence France Trésor. **Sur de telles opérations, même si les volumes sont réels, et l'impact financier limité, votre rapporteur spécial est convaincu de l'opportunité de faire de l'AFT l'émetteur pivot pour certains organismes publics, à commencer par les budgets annexes de l'Etat, qui ne sont pas mêmes dotés de la personnalité juridique.**

## ***B. UNE NÉCESSAIRE GESTION CONSOLIDÉE DES DETTES DE L'ETAT***

Les comparaisons européennes montrent que la structure chargée de la gestion de la dette est à géométrie variable. Dans certains cas, le mandat est strictement limité à la gestion de la dette (Portugal, Espagne) ou à la gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat (Allemagne).

Les agences de la dette les plus dynamiques exercent une mission de contrôle et de surveillance de certains risques financiers directs ou indirects. Ainsi, en Suède, la structure de gestion de la dette couvre les garanties octroyées par l'Etat. Les agences de la dette sont pour certaines en mesure de porter l'endettement d'autres collectivités publiques, comme les collectivités territoriales, ou de financer les partenariats public-privé, venant en concurrence avec les banques.

**Compte tenu du professionnalisme de l'Agence France Trésor, votre rapporteur spécial n'est pas partisan de la vision restrictive qui a prévalu jusqu'à aujourd'hui dans la définition de ces missions**, conduisant à une fragmentation de la dette de l'Etat, condamnable, tant en termes de transparence qu'en termes de gestion.

Il paraît souhaitable de s'appuyer sur l'AFT pour améliorer la couverture des risques financiers de l'Etat, recentraliser autant que possible les dettes de l'Etat, ou du moins favoriser une gestion consolidées de celles-ci, et de mettre enfin en place, conformément à l'esprit de la LOLF, des objectifs coordonnés, des indicateurs de performance identiques et une gestion des risques commune.

### **1. Organiser la prise en charge des risques financiers de l'Etat par l'Agence France Trésor**

L'AFT gère aujourd'hui les risques liés à la gestion de la dette et de la trésorerie de l'Etat. Ce faisant, elle gère les responsabilités financières prises par l'Etat envers les correspondants du Trésor : établissements publics

et collectivités territoriales. Elle est responsable des risques opérationnels correspondants.

L'Agence France Trésor est également ordonnateur des avances du Trésor, sur des dossiers hautement politiques comme ceux de la banane ou des marins pêcheurs : elle porte des risques de contrepartie encourus par l'État. D'autres risques financiers de l'Etat restent cependant non couverts.

**Comparaison des risques financiers d'une entreprise et d'un Etat**

	<b>Entreprise</b>	<b>Etat</b>
<b>Risque de change</b>	Sur toutes les opérations en devises	Sur quelques dépenses, en ce qui concerne des engagements hors zone euro
<b>Risque de taux</b>	Sur les charges financières nettes et les éléments financiers du bilan et du hors bilan.	Certains actifs essentiels ne sont pas exposés au risque de taux. L'Etat peut couvrir ce risque en levant l'impôt.
<b>Risque de liquidité</b>	= risque de cessation de paiement.  Egalement risque d'enchérissement/restriction d'accès au crédit	N'existe qu'en théorie
<b>Risque de contrepartie</b>	Avec les cocontractants	Sur les débiteurs de l'Etat  <u>Risque d'appel en garantie</u> : garanties explicites votées par le Parlement ; garanties implicites à fondements juridique, économique ou politique divers (liés à l'exercice de pouvoir du tuteur, au droit des établissements publics, à l'usage de la force militaire ou de police, à la promotion de politiques sectorielles : amiante, nucléaire...)

**Il faut se féliciter que l'article 39 du projet de loi de finances pour 2006 crée un compte de commerce « couverture des risques financiers de l'Etat », retraçant les opérations de couverture des risques financiers affectant précisément une action de l'Etat financée par un programme du budget général ou au sein d'un compte spécial. Cette couverture des risques est, à ce stade, limité aux risques relatifs aux variations de prix des approvisionnements**

pétroliers nécessaires aux besoins des armées et aux risques relatifs aux variations de change pour la reconstitution des fonds de l'association internationale de développement, relevant du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie et participant de la mission interministérielle « Aide publique au développement ».

**Il paraît souhaitable d'aller plus loin dans un deuxième temps, selon votre rapporteur spécial, en s'interrogeant notamment sur l'exposition au risque de change du ministère des affaires étrangères, en ce qui concerne, par exemple, le financement des opérations de maintien de la paix, dont la facture est présentée en dollars par l'ONU.**

## **2. Faire de l'Agence France Trésor le pivot des dettes de l'Etat**

La fragmentation de la dette de l'Etat n'est pas satisfaisante. Il faut se féliciter, dans cette perspective, de l'extinction à l'horizon de fin 2007 de la dette de Charbonnages de France. Il faut s'interroger sur l'opportunité de maintenir, à moyen terme, l'existence de l'ERAP, établissement destiné à porter les dettes de l'Etat que celui-ci ne souhaite pas porter lui-même.

Pour les structures publiques para-étatiques demeurant en situation d'endettement, une recentralisation des émissions paraît indispensable. Il est ainsi pour le budget annexe « contrôle et exploitation aériens » qui soit s'interroger sur l'opportunité de faire porter ses émissions par l'Agence France Trésor. De la même manière, des émissions communes entre la CADES et l'AFT, sur les produits proches pourraient être menées à bien.

Une réflexion commune entre ces deux organismes sur la stratégie en matière d'endettement paraît indispensable : **votre rapporteur spécial souhaite que l'AFT tende vers une gestion consolidée des dettes de l'Etat.**

**L'exemple britannique, qui consiste, pour le DMO, à porter la dette des collectivités territoriales qui le souhaitent, et à financer les partenariats public-privé, paraît une piste à suivre.**

## **3. Mettre en œuvre une évaluation de la performance commune à tous les gestionnaires des dettes de l'Etat**

**Il ne paraît pas conforme à l'esprit de la LOLF qu'opérateur aussi important pour la dette de l'Etat que la CADES reste en-dehors de la démarche de performance qu'a initiée, dans le domaine de l'endettement public, l'Agence France Trésor.**

On pourrait d'ailleurs se demander si la CADES, même si elle relève de la loi organique n° 2005-881 du 2 août 2005 relative aux lois de financement de la sécurité sociale, ne constitue pas, au sens de la LOLF, un opérateur de l'Etat, soumis, à ce titre, à intégration, pour information, dans le programme « gestion de la dette et de la trésorerie » de la mission « engagements financiers de l'Etat », et astreint à définition d'objectifs et d'indicateurs de performance.

Même si la CADES devait considérer que la démarche de performance ne lui est pas juridiquement applicable, elle l'est cependant en opportunité. **L'adoption d'objectifs issus de l'AFT paraît tout à fait possible, hormis la prise en compte d'un objectif qui lui est propre, celui de l'extinction de la dette sociale, le plus tôt possible. Les indicateurs de performance peuvent également être fortement inspirés de ceux mis en place par l'Agence France Trésor. Ceci vaut bien évidemment également pour les autres gestionnaires des dettes publiques.**

Une politique commune de gestion des risques paraît également hautement souhaitable.

Cette démarche de performance initiée pour l'ensemble des gestionnaires des dettes de l'Etat, il paraîtra alors possible aux commissions des finances de chaque assemblée de réaliser un contrôle consolidé des dettes de l'Etat, grâce à une gestion et une démarche de performance qui auront été, elles mêmes, consolidées.



**CONCLUSION :**  
**A L'AUNE DES EXEMPLES ÉTRANGERS PEUT-ON ENCORE**  
**AMÉLIORER LA GESTION DE LA DETTE DE L'ÉTAT ?**

A l'aune des exemples étrangers, la politique menée par l'Agence France Trésor (AFT) dans la gestion de la dette de l'Etat apparaît vertueuse sur le long terme, même si elle peut sembler moins rentable à court terme qu'une politique plus opportuniste. L'AFT est la seule en Europe à être allée aussi loin dans la formalisation des objectifs et la réflexion sur ses indicateurs de performance.

Dans un contexte de tension budgétaire, votre rapporteur spécial met en garde contre la tentation visant à renoncer à cette stratégie payante à long terme pour des actions plus risquées et des économies de court terme, qui mettraient à mal le crédit de la France sur les marchés.

Il s'inquiète surtout de la pluralité des structures chargées de gérer les autres dettes de l'Etat : ERAP, RFF, Charbonnages de France, Service annexe d'amortissement de la dette, CADES, budget annexe « contrôle et exploitation aériens ». Les surcoûts issus de cette situation, liés aux taux d'intérêt plus élevés obtenus par ces structures, par rapport à ce que pourrait obtenir l'AFT, se chiffrent, selon toute vraisemblance, en dizaines de millions d'euros.

Votre rapporteur spécial préconise de faire de l'Agence France Trésor le véritable pivot de la gestion de la dette de l'Etat, en lui transférant la gestion de certains risques financiers et en « recentralisant » autant que possible la gestion de la dette. A tout le moins, la détermination d'objectifs cohérents et d'indicateurs de performances communs, entre les différents organismes publics emprunteurs, paraît indispensable.



## EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mardi 12 juillet 2005, sous la présidence de **M. Yann Gaillard, vice-président, puis de M. Jean Arthuis, président**, la commission a procédé à l'examen du rapport de **M. Paul Girod, rapporteur spécial, sur la gestion de la dette en France et à l'étranger.**

De manière liminaire, **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a indiqué qu'il avait reçu l'appui, pour ses investigations, de l'Agence France Trésor (AFT), dont il avait d'abord rencontré les responsables, et qu'il avait effectué deux déplacements à l'étranger, l'un auprès du Trésor italien, l'autre auprès du Debt Management Office britannique (DMO), puis qu'il avait procédé à l'audition de gestionnaires français de la dette de l'Etat au sens large : ceux de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), du budget annexe de l'aviation civile et du service annexe d'amortissement de la dette de la SNCF (SAAD).

Procédant à l'aide d'une vidéo-projection, il a tout d'abord présenté la structure institutionnelle des services gestionnaires de la dette dans six Etats européens : en premier lieu, l'AFT française, service à compétence nationale au sein du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, dont il a relevé que les missions étaient définies par le ministre et le programme transmis annuellement au Parlement ; en deuxième lieu, les agences britannique et néerlandaise, comparables à l'AFT sur ce plan institutionnel ; en troisième lieu, l'agence allemande, société anonyme ne relevant pas, juridiquement, du ministère des finances ; enfin, les cas de l'Espagne et de l'Italie, dont la dette se trouvait directement gérée par les ministères des finances respectifs. **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a signalé que ces structures exerçaient des missions analogues, dans la mesure, notamment, où elles assuraient de manière concomitante une gestion de la dette et une gestion de la trésorerie de l'Etat.

Il a alors indiqué selon quelles problématiques il avait conduit ses travaux, en particulier ses missions en Italie et au Royaume-Uni, cherchant à savoir, dans chaque cas, s'il y avait une gestion centralisée de la dette et de la trésorerie par un opérateur unique, si une seule stratégie était possible pour gérer la dette, si les actions menées par les opérateurs à l'échelle européenne s'avéraient identiques, quelle mesure des objectifs et des performances était mise en œuvre et, enfin, à qui incombait le contrôle de la gestion de la dette de l'Etat.

Puis il a présenté une série de graphiques. Le premier concernait les émissions nettes de rachat dans cinq pays de zone euro (Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas) : **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a souligné que le niveau relatif médian occupé par la France (aujourd'hui de l'ordre de

110 milliards d'euros) était désormais nettement orienté à la hausse. Le deuxième graphique représentait le niveau d'endettement public des mêmes Etats, parmi lesquels **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a mis en évidence le même phénomène d'élévation s'agissant de la courbe française (située au-dessus du niveau de 60 % de PIB). Un troisième graphique précisait la structure de la dette française. A cet égard, M. Paul Girod, rapporteur spécial, a détaillé le profond renouvellement qui s'était produit entre 1913, époque où la dette perpétuelle de l'Etat, qui s'est éteinte en 1982, occupait une place majoritaire, et la période actuelle, où la dette à long terme obligataire constituait la part principale. Il a ainsi souligné que l'Etat français se trouvait désormais, pour la gestion de sa dette, dans une grande dépendance envers le marché.

**M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a alors présenté les cas italien et britannique, tels qu'il avait pu les observer à l'occasion des ses déplacements.

S'agissant du premier, il a d'abord rappelé que la structure chargée de la dette et de la trésorerie constituait une direction au sein de la direction générale du Trésor du ministère des finances italien. Pour les aspects liés à la trésorerie, il a indiqué qu'un solde minimal du compte de l'Etat italien à la Banque d'Italie, de 15 milliards d'euros en fin de mois, était requis, et que la gestion en la matière n'était pas active ; il a également relevé l'existence d'une centralisation des dépôts des collectivités territoriales, de la Poste italienne et de la SACE (l'équivalent italien de la COFACE). Concernant la gestion de la dette, il a mentionné que les objectifs poursuivis étaient comparables à ceux de l'AFT, consistant à faire face aux besoins de financement au moindre coût en présence d'un stock de dette très important à refinancer. Il a cependant insisté sur les caractéristiques de la « signature » italienne, moins favorables que celles d'autres pays, non seulement en raison de la situation économique nationale mais, surtout, à cause de la stratégie adoptée, qui tendait à un financement particulièrement « opportuniste », suivant les occasions du marché, et utilisait à la fois des instruments banalisés et des obligations indexées sur l'inflation, comme de fortes émissions en devises : dollar américain de manière constante, yen, sterling, dollar australien, franc suisse ou encore couronne norvégienne, au gré des opportunités. M. Paul Girod, rapporteur spécial, a précisé qu'un tel système impliquait le recours quasi systématique aux banques, pour placer les titres de la dette italienne, et aux « consultants », et il a souligné la dépendance et le coût qui en résultaient naturellement. Il a ainsi noté que, si l'évolution de la dette italienne était moins mauvaise que celle de la dette française, la cause n'en était pas à rechercher dans la qualité de la gestion de la dette, mais plutôt dans les décisions budgétaires courageuses de l'Etat italien.

**M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a indiqué, en outre, que cette gestion de la dette était déléguée par le Parlement au ministre de l'économie et des finances et que, dans ce contexte, une « note d'orientation » était publiée en début d'année, validée par le ministre et fixant les objectifs souhaités en

termes de diminution de la durée de vie moyenne de la dette et de réduction des coûts de celle-ci ; qu'en cours de gestion, un dialogue entre la direction de la dette et la direction générale du trésor permettait la gestion requise ; et qu'en fin d'année, une « évaluation » était réalisée par le ministre, sans indicateurs clairs, le contrôle parlementaire étant possible en théorie, mais demeurant donc, dans la pratique, inexistant.

S'agissant du cas britannique, **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, s'est d'abord attaché à préciser que, si le DMO constituait une structure comparable à l'AFT, il se trouvait quant à lui en dehors du ministère des finances, ses locaux étant volontairement implantés au cœur de la City londonienne afin de symboliser son indépendance et, à la fois, son immersion dans le flux de la vie économique et financière mondiale. Indiquant que le DMO était chargé de la gestion de la dette négociable (soit 455 milliards de livres sterling), il a également détaillé les deux autres entités destinées à la gestion de la dette britannique : d'une part, le NSI (National Savings and Investments), assurant la collecte de fonds auprès des particuliers par un système de garantie en capital auquel est associé un mécanisme de loterie (pour 67,8 milliards de livres sterling) ; d'autre part, la Banque d'Angleterre, réalisant des emprunts en sterling et/ou des « swaps » en devises afin de couvrir les réserves de change (pour 30 milliards de livres sterling). Puis M. Paul Girod, rapporteur spécial, a relevé les points de convergence saillants qui existaient entre la gestion de l'AFT et celle exercée par le DMO : d'abord, des produits similaires, le DMO venant notamment de lancer, après l'AFT, une obligation à 50 ans, mais aussi une interdiction d'émettre en devises, l'AFT, pour sa part, y étant certes autorisée en droit, mais ne l'ayant encore jamais pratiqué. Il a ensuite fait valoir, outre l'absence de dette sociale, les particularités de la gestion de la dette britannique : avant tout, les contraintes liées à l'étroitesse du marché sterling, en comparaison avec celui de l'euro ; par ailleurs, le rôle du DMO comme opérateur de la dette pour les collectivités territoriales, une réflexion étant en cours sur un éventuel financement des partenariats publics privés.

Sur le plan du contrôle de cette gestion, **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a décrit un système de prise en compte des risques très développé, passant par un audit des comptes, un rapport biannuel du gouvernement publié par le secrétaire au Trésor, et un contrôle du National Audit Office (NAO). Il a également souligné la responsabilité politique encourue devant le Parlement, la commission des finances de la Chambre des communes procédant à des auditions régulières en la matière. Il a cependant mentionné la vision encore prudente du DMO quant à la mesure de la performance, une participation à un groupe de travail de l'OCDE étant en cours sur ce point.

**M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a alors évoqué, en présentant un graphique de l'évolution des « spreads » par rapport à la moyenne des conditions de financement de la zone euro, la mesure des performances relatives des agences de la dette en Europe. Il ressortait de cette présentation

que l'Allemagne, l'Espagne et la France, du point de vue du coût réel de la dette, obtenaient les meilleurs résultats, la France et l'Allemagne, d'ailleurs, améliorant les leurs à partir du moment où l'euro avait commencé à s'apprécier par rapport au dollar américain.

Puis **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a retracé l'approche de la performance retenue par l'AFT, en décrivant les deux indicateurs mis en place par celle-ci : d'une part, un indicateur « temps », destiné à mesurer la performance de l'agence par rapport à un automate qui émettrait la même quantité de dette chaque jour, au lieu de ne le faire que lors des adjudications ; d'autre part, un indicateur « allocation », chargé de mesurer la performance de l'agence par rapport à un automate qui suivrait strictement le calendrier annoncé en début d'année, au lieu de l'adapter au gré des besoins de financement. **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a en outre évoqué les autres approches possibles de la performance, en particulier l'approche ALM (« Asset Liabilities Management », ou gestion actif/passif), reposant sur l'idée de faire correspondre l'actif au passif en termes de sensibilité aux différents facteurs de risque (taux, change, etc.) et devant, en théorie, permettre de déterminer la composition optimale du portefeuille de dettes (dette nominale, dette indexée, dette en devises), mais se révélant d'un maniement délicat pour l'Etat, car nécessitant une très bonne connaissance de l'actif de ce dernier.

**M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a alors dressé les deux constats qui ressortaient des comparaisons internationales qu'il avait menées. Le premier de ces constats était, en termes de « benchmark » européen, un clair satisfecit pour la stratégie de l'AFT et sa démarche de performance, M. Paul Girod, rapporteur spécial, soulignant avoir recueilli de nombreuses appréciations positives, tant en France qu'à l'étranger, sur la qualité du travail accompli par cette agence. Le second constat tenait aux inquiétudes que suscitait la fragmentation de la dette des administrations centrales françaises.

Rappelant la diversité de statut des dettes que gèrent respectivement la CADES (un établissement public), l'aviation civile (un budget annexe), le SAAD (géré par la salle des marchés de la SNCF), mais aussi ERAP, Réseau ferré de France (RFF) et Charbonnages de France, **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a fait état des surcoûts suivants, liés la fragmentation de la dette de l'Etat : 9 points de base pour la CADES, 10 pour RFF, 8 pour ERAP, 2 pour le budget annexe de l'aviation civile, 15 pour Charbonnages de France. Il a souligné l'affaiblissement de la position de l'Etat, face aux banques, qui s'ensuivait.

Concernant la dette de la CADES, il a indiqué que le financement des déficits sociaux représentait, aujourd'hui, 50 milliards d'euros de plus que prévu à l'origine, 35 milliards d'euros ayant été transférés en 2004 et les déficits prévisionnels pour 2005 et 2006 étant transférés dans la limite de 15 milliards d'euros ; que, depuis 1996, un total de 110,4 milliards d'euros était à rembourser, par l'affectation du produit de la contribution au

remboursement de la dette sociale (CRDS), et que 83,2 milliards d'euros restaient à amortir, 26,6 milliards d'euros de capital étant déjà amortis et 12,6 milliards d'euros d'intérêts déjà payés ; enfin, qu'une extinction de la dette était possible en 2022 avec un produit de la CRDS en croissance de 2,5 % par an et un taux d'intérêt moyen de 5 % sur la période. Il a souligné que la CADES représentait un gros émetteur sur le marché obligataire, en indiquant que son programme d'émission pour 2005, à raison de 39 milliards d'euros, la plaçait au même niveau que l'Etat espagnol, dont le programme d'émission, pour cette année, s'élevait à 40 milliards d'euros.

Concernant la gestion de cette dette de la CADES, **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a fait état d'une logique de « boîte étanche », une taxe se trouvant en effet affectée au remboursement d'un stock de dette (et non d'un flux). Il a mentionné que la Caisse constituait une structure légère, très professionnelle, reconnue par les marchés, et que ses produits étaient proches des OAT (obligations de 5, 10 et 15 ans), l'offre étant indexée sur l'inflation française. Il a relevé, cependant, la forte prévalence, au sein de la dette ainsi prise en charge, d'une dette de court terme, en raison du faible niveau des taux actuels, et il a indiqué que la dette à taux variable représentait 35 % du total, et que la CADES procédait à des émissions en devises étrangères pour 8 % du stock (en dollar américain et dollar néo-zélandais). Il a signalé, en outre, que, malgré l'absence d'indicateurs de performance à la CADES, des synergies avec l'AFT existaient, liées à la présence de cette dernière au sein du conseil d'administration de la Caisse, mais également dues à une coordination forte, à des « roadshows » communs et à des produits très proches. Il a néanmoins fait observer les difficultés auxquelles se heurterait une démarche d'intégration de la gestion de la dette de la CADES au sein de la gestion de la dette de l'Etat, dans la mesure où la CADES poursuivait un but d'extinction de la dette, tandis que l'AFT, elle, était animée par une logique de refinancement sur le long terme.

Puis **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a évoqué la dette du SAAD, dette historiquement contractée par la SNCF et confiée au SAAD pour désendetter cette dernière conformément à la directive 91/440/CEE du 29 juillet 1991 (six ans avant la création de RFF), mais n'apparaissant pas dans les comptes de l'Etat, et représentant, aujourd'hui, 9 milliards d'euros. Il a décrit le mécanisme par lequel la SNCF gérait la dette (avec un « spread » de 5 points de base) et l'Etat « remboursait le remboursement », les engagements de ce dernier étant « figés », à 670 millions d'euros par an, en vertu d'une décision résultant d'une « lettre du ministre ». Il a indiqué, qu'avec ce montant annuel, l'extinction de la dette du SAAD était prévue pour 2025. S'interrogeant sur la manière d'apurer la situation, il a relevé qu'il serait impossible de transférer purement et simplement la dette du SAAD à l'Etat, des titres de dette « SAAD » ne pouvant être repris par un autre débiteur sans accord des créanciers. Il a estimé que la solution consisterait dans la mise en place d'une « créance sur l'Etat » dans les comptes de la SNCF, d'où résulterait, au passif du bilan de l'Etat, une dette vis-à-vis de la SNCF. Il a

cependant fait observer le caractère délicat que présenterait une telle opération, qui entraînerait, pour la dette publique, une augmentation mécanique de son montant de l'ordre de 0,6 point de PIB, ainsi que, l'année de ce traitement « comptable », une possible augmentation du déficit, d'un montant équivalent. Il a par ailleurs observé que la solution éventuelle à trouver, en vue du rapatriement de la dette de la SNCF dans le budget de l'Etat, devrait faire l'objet d'une réflexion à l'échelle européenne, d'autres Etats se trouvant dans des situations équivalentes à celle de la France à cet égard. Il a signalé, en outre, que les comptes du SAAD n'avaient pas fait l'objet d'un audit depuis 1994.

Enfin, **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a évoqué la dette du budget annexe de l'aviation civile. Rappelant que le recours à l'emprunt était autorisé pour les budgets annexes par l'article 18 de la loi organique n° 2001-692 du 1er août 2001 relative aux lois de finances (LOLF) afin de compléter l'autofinancement, constitué de l'excédent du compte d'exploitation, et de faire face aux dépenses d'investissement, il a indiqué que 8 emprunts auprès de 5 établissements bancaires, pour un total de 760 millions d'euros, avaient été contractés hors appels d'offres par la direction générale de l'aviation civile, avec des charges d'intérêts minimales (17 millions d'euros par an), l'AFT, d'ailleurs, rendant un avis formel sur chaque convention conclue avec les banques.

En conclusion, **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, a préconisé que l'AFT soit érigée en véritable pivot de la gestion de la dette de l'Etat, notamment par le transfert à cette agence de la gestion des risques financiers, par exemple s'agissant du risque « pétrole » du ministère de la défense ou de l'examen du risque de change encouru par le budget des affaires étrangères. Il a également souhaité que soit adoptée une stratégie actif/passif dans la gestion de la dette de l'Etat, et qu'en tout cas soit « re-centralisée », autant que possible, cette gestion, notamment les emprunts communs CADES-AFT et les emprunts pour le compte du budget annexe de l'aviation civile. Il a engagé, en outre, à une réflexion sur la possibilité de faire assurer par l'AFT le portage de la dette des collectivités territoriales qui le souhaiteraient, suivant l'exemple britannique, de même que pour les partenariats publics privés. Enfin, il a jugé qu'il conviendrait, au minimum, de déterminer des objectifs cohérents et des indicateurs de performances communs, entre les différents organismes gérant la dette de l'Etat lato sensu.

Un large débat s'est alors instauré.

**M. Jean Arthuis, président**, a remercié **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, pour l'intérêt de son exposé et l'initiative de ses déplacements en Italie et au Royaume-Uni. Il s'est félicité des appréciations positives reçues par l'AFT et a fait valoir qu'il pourrait être intéressant d'étudier le cas allemand.

**M. Philippe Marini, rapporteur général**, a également remercié **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, en soulignant que celui-ci était en charge, avec la dette, non seulement du plus gros budget de l'Etat, mais également d'un budget « stratégique », dans la mesure où la France connaissait une situation médiocre en matière de dette, mais de bons résultats quant à sa gestion. Il a estimé qu'il serait intéressant de réunifier la dette de l'Etat en confiant la gestion de l'ensemble de cette dette à l'AFT en lieu et place des différents organismes actuels, afin d'éviter les différentiels de taux aujourd'hui supportés.

**M. Aymeri de Montesquiou** est intervenu dans le même sens, ne voyant pas d'obstacle au regroupement de l'ensemble de la dette de l'Etat sous l'autorité de l'AFT. Il a évoqué, en outre, le rapport commandé sur le sujet par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie à M. Michel Pébereau, indiquant qu'il souhaitait une audition de ce dernier par la commission à l'issue de son travail, de même qu'une audition du ministre délégué au budget. Il s'est déclaré « inquiet » quant à l'augmentation du volume de la dette publique.

**M. Jean Arthuis, président**, ayant fait part de son attente du rapport demandé à M. Michel Pébereau, a indiqué que celui-ci pourrait utilement s'inspirer des travaux de la commission des finances, tout particulièrement le récent rapport de **M. Philippe Marini, rapporteur général**, préalable au débat d'orientation budgétaire (« Les sept piliers de la sagesse budgétaire ») ou la communication que venait de présenter **M. Paul Girod, rapporteur spécial**.

**M. Yann Gaillard** a estimé que la gestion actuelle de la dette publique justifierait, selon lui, une étude, de type universitaire, qui établirait une comparaison avec les pratiques, à cet égard, du début de la quatrième République.

**M. Jean Arthuis, président**, a signalé qu'une culture du secret s'était longtemps établie en ce domaine, afin d'éviter toute divulgation d'informations de nature à perturber le cours du franc, problème disparu avec l'entrée en vigueur de l'euro. Il s'est par ailleurs demandé dans quelle mesure « Eurostat » pourrait être, un jour, « tenté » de réintégrer dans la dette publique française la dette d'établissements comme Charbonnages de France, afin d'établir une sincérité faisant actuellement défaut aux documents officiels.

**M. Philippe Marini, rapporteur général**, échangeant avec **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, s'est montré intéressé par le rôle que remplit au Royaume-Uni le DMO vis-à-vis des collectivités territoriales et s'est interrogé sur la façon dont ce système pourrait être transposé en France.

**M. Jean Arthuis, président**, pour conclure le débat, a jugé que celui-ci constituait, d'ores et déjà, une manière de préparer la discussion du projet de loi de finances pour 2006.

La commission a ensuite donné acte à **M. Paul Girod, rapporteur spécial**, de sa communication, et a décidé, à l'unanimité, d'en autoriser la publication sous la forme d'un rapport d'information.