

N° 108

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2017-2018

Enregistré à la Présidence du Sénat le 23 novembre 2017

RAPPORT GÉNÉRAL

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur le projet de loi de finances pour 2018, ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE,

Par M. Albéric de MONTGOLFIER,
Rapporteur général,
Sénateur

TOME III

**LES MOYENS DES POLITIQUES PUBLIQUES
ET LES DISPOSITIONS SPÉCIALES**

(seconde partie de la loi de finances)

ANNEXE N° 13

ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT

**COMPTE D'AFFECTATION SPÉCIALE : PARTICIPATION DE LA FRANCE AU
DÉSENDETTEMENT DE LA GRÈCE**

**COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS : ACCORDS MONÉTAIRES
INTERNATIONAUX**

**COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS : AVANCES À DIVERS SERVICES DE
L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS**

Rapporteur spécial : Mme Nathalie GOULET

(1) Cette commission est composée de : M. Vincent Éblé, *président* ; M. Albéric de Montgolfier, *rapporteur général* ; MM. Éric Bocquet, Emmanuel Capus, Yvon Collin, Bernard Delcros, Mme Fabienne Keller, MM. Philippe Dominati, Charles Guené, Jean-François Husson, Georges Patient, Claude Raynal, *vice-présidents* ; M. Thierry Carcenac, Mme Nathalie Goulet, MM. Alain Joyandet, Marc Laménie, *secrétaires* ; MM. Philippe Adnot, Julien Bargeton, Arnaud Bazin, Yannick Botrel, Michel Canevet, Vincent Capo-Canellas, Philippe Dallier, Vincent Delahaye, Mme Frédérique Espagnac, MM. Rémi Féraud, Jean-Marc Gabouty, Jacques Genest, Alain Houpert, Éric Jeansannetas, Patrice Joly, Roger Karoutchi, Bernard Lalande, Nuihau Laurey, Mme Christine Lavarde, MM. Antoine Lefèvre, Dominique de Legge, Gérard Longuet, Victorin Lurel, Sébastien Meurant, Claude Nougein, Didier Rambaud, Jean-François Rapin, Jean-Claude Requier, Pascal Savoldelli, Mmes Sophie Taillé-Polian, Sylvie Vermeillet, M. Jean Pierre Vogel.

Voir les numéros :

Assemblée nationale (15^{ème} législ.) : 235, 264 *rect.*, 266 *rect.*, 273 à 278, 345 et T.A. 33

Sénat : 107 et 109 à 114 (2017-2018)

SOMMAIRE

| | <u>Pages</u> |
|--|--------------|
| LES PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL..... | 5 |
| PREMIÈRE PARTIE | |
| LES ÉVOLUTIONS DE CRÉDITS PRÉVUES POUR 2018 | |
| I. LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT »..... | 9 |
| A. LE PROGRAMME 117 « CHARGE DE LA DETTE ET TRÉSORERIE DE L'ÉTAT » REPRÉSENTE 99 % DES CRÉDITS DE LA MISSION..... | 9 |
| 1. <i>Les taux d'intérêt restent très bas, concourant à une légère baisse de la charge de la dette.....</i> | 10 |
| 2. <i>Un encours de dette en hausse.....</i> | 11 |
| 3. <i>L'évolution du besoin et des ressources de financement de l'État en 2018 : le poids des amortissements de dette arrivant à échéance</i> | 12 |
| B. LES AUTRES PROGRAMMES : DES MONTANTS PLUS FAIBLES MAIS DES ÉVOLUTIONS SIGNIFICATIVES EN 2018 | 15 |
| 1. <i>Programme 114 « Appels en garantie de l'État » : une hausse très marquée des crédits liée à une mesure de périmètre</i> | 15 |
| 2. <i>Programme 145 « Épargne » : des crédits en baisse, la suppression prévue du régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement</i> | 16 |
| 3. <i>Programme 168 « Majoration de rentes » : une suppression du dispositif qui aurait un impact budgétaire à partir de 2019.....</i> | 17 |
| 4. <i>Programme 344 « Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque » : l'éventualité d'une réouverture du fonds.....</i> | 18 |
| 5. <i>Deux programmes ne font l'objet d'aucune dotation en 2018 : le programme 336 « Dotation en capital du mécanisme européen de stabilité » et le programme 338 « Augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement »</i> | 19 |
| II. LES COMPTES SPÉCIAUX..... | 20 |
| A. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS » | 20 |
| B. LE COMPTE D'AFFECTATION SPÉCIALE « PARTICIPATION DE LA FRANCE AU DÉSENDETTEMMENT DE LA GRÈCE » | 21 |
| C. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX » | 22 |

DEUXIÈME PARTIE
DES RISQUES RÉELS SUR LA CHARGE DE LA DETTE, QUI APPELLENT DES
MESURES DE DÉSENDETTEMENT NON CONVENTIONNELLES

| | |
|--|----|
| I. QUATRE PRINCIPAUX RISQUES PÈSENT SUR LA CHARGE DE LA DETTE FRANÇAISE | 23 |
| A. LES ENGAGEMENTS HORS BILAN ET LES ENGAGEMENTS IMPLICITES DE L'ÉTAT | 23 |
| B. LA REMONTÉE DES TAUX..... | 25 |
| C. LE RISQUE DE NOTATION..... | 28 |
| D. LE TRAITEMENT PRUDENTIEL DE LA DETTE SOUVERAINE | 28 |
| II. VERS LA MISE EN ŒUVRE DE MESURES DE DÉSENDETTEMENT NON CONVENTIONNELLES | 29 |
| A. DES RISQUES D'AUTANT PLUS DIFFICILES À MAÎTRISER QUE L'ENCOURS DE DETTE PUBLIQUE EST ÉLEVÉ..... | 29 |
| B. UNE APPROCHE EUROPÉENNE, INNOVANTE ET NON CONVENTIONNELLE S'IMPOSE | 30 |
| EXAMEN DES ARTICLES RATTACHÉS | 33 |
| • <i>ARTICLE 55 (Art. 41 de la loi n°83-1179 du 29 décembre 1983 de finances pour 1984, art. 6 de la loi n°49-1098 du 2 août 1949) Suppression du dispositif de prise en charge par l'État d'une part des majorations de rentes viagères</i> | 33 |
| • <i>ARTICLE 55 bis (nouveau) Rapport d'évaluation de l'impact de la suppression de la prime d'État pour les nouveaux plans d'épargne logement et comptes épargne logement</i> | 41 |
| AMENDEMENT PROPOSÉ PAR LA COMMISSION DES FINANCES | 45 |
| EXAMEN EN COMMISSION | 47 |
| LISTE DES PERSONNES ENTENDUES | 59 |
| ANNEXES | 61 |
| I. TABLEAU RÉCAPITULATIF DE L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS DE PAIEMENT DE LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT » DEPUIS 2016..... | 61 |
| II. PERSPECTIVES DE NOTATION DE LA DETTE SOUVERAINE FRANÇAISE : DOCUMENT REMIS AU RAPPORTEUR SPÉCIAL PAR L'AGENCE DE NOTATION MOODY'S LORS DE SON AUDITION | 62 |

LES PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL

I. Le programme 117 de la mission « Engagements financiers de l'État » : la charge d'intérêts de la dette souveraine

La charge de la dette devrait stagner en 2017 en raison du niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, mais l'encours de dette continuerait sa hausse

Les crédits alloués à la charge de la dette sont en légère baisse, passant de 41,914 milliards d'euros en loi de finances pour 2017 à 41,593 milliards d'euros en 2018.

Cette stabilisation est principalement due, comme les années précédentes, au contexte de taux très faibles, et non à une meilleure maîtrise budgétaire permettant d'amorcer le désendettement de l'État : alors que les autres pays de la zone euro ont stabilisé ou réduit leur endettement public, celui de la France continue de croître. Ainsi, la dette de l'État devrait représenter 1 752,8 milliards d'euros en 2018, soit 4,5 % de plus qu'en 2017. La dette publique française (intégrant, outre celle de l'État, la dette des administrations de sécurité sociale et des collectivités territoriales) représentait 96,3 % du produit intérieur brut en 2016 - contre 68,3 % pour l'Allemagne.

Le besoin de financement se maintient à un niveau important et l'amortissement des titres contractés lors de la crise économique et financière pèsera sur le programme d'émission des années à venir

Le besoin de financement progresserait de 11,6 milliards d'euros entre 2017 et 2018, passant de 191,7 milliards d'euros à 203,3 milliards d'euros. Par conséquent, l'émission de titres à moyen et long termes augmenterait pour 2018 par rapport à l'année 2017, passant de 185 milliards d'euros (estimation révisée pour 2017) à 195 milliards d'euros, soit une hausse de 5 %. Le plafond de variation de la dette négociable, fixé à 72,2 milliards d'euros par la loi de finances initiale pour 2017, atteindrait 75,6 milliards d'euros (+ 4,7 %).

La hausse prévisionnelle du besoin de financement est liée à la fois à l'augmentation du déficit budgétaire de l'État, qui devrait s'établir à 82,9 milliards d'euros en 2018, et à la progression de l'amortissement (dette qui « roule » d'une année sur l'autre). En effet, l'amortissement des titres de dettes contractés au plus fort de la crise économique pèsera fortement sur le programme d'émissions des années à venir.

La hausse du besoin de financement en 2018 pourrait s'avérer encore plus importante que prévu initialement au regard de la décision du Conseil constitutionnel relative à la contribution de 3 % sur les dividendes : la censure intégrale du dispositif fait peser une charge budgétaire supplémentaire de plusieurs milliards d'euros sur le budget de l'État qui, en l'absence de compensation par des économies, devrait être financée par un surcroît d'endettement.

Quatre principaux risques entourent l'évolution prévisionnelle de la charge d'intérêts de la dette souveraine française

Le premier risque est celui des engagements hors bilan de l'État, c'est-à-dire l'ensemble des obligations potentielles de l'État recensées en annexe au compte général de l'État (CGE). Les engagements hors bilan, qui ont globalement augmenté ces dernières années, reflètent des niveaux de risque très divers et leur contrôle par le Parlement est variable. Tous les engagements hors bilan n'ont pas vocation à se traduire par des dépenses budgétaires, mais pourraient, le cas échéant, créer un surcroît de besoin de financement significatif.

Le deuxième risque est lié à la remontée des taux. La politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne et de la Réserve fédérale américaine, l'inflation très faible, la « fuite vers la qualité » des investisseurs sont autant de facteurs qui ont contribué ces dernières années à conduire et maintenir les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement faibles. À court terme, les taux sont même négatifs.

Cette situation exceptionnelle ne se prolongera pas indéfiniment et une remontée progressive des taux devrait intervenir sur les prochaines années.

D'après les simulations de l'Agence France Trésor, une hausse d'un point de pourcentage aura un coût cumulé de 14,1 milliards d'euros après seulement trois ans et de 34,5 milliards d'euros après cinq ans.

Le troisième risque est celui de la notation. La France se trouve en permanence sous le regard scrutateur des agences de notation. Elles ne s'intéressent pas seulement aux grands indicateurs macroéconomiques comme la croissance ou le déficit public mais observent dans le détail la solidité des institutions et les réformes sectorielles proposées par le Gouvernement. Une dégradation de la note de la France, si elle était suivie par les acteurs financiers, pourrait évidemment avoir des conséquences sur les conditions de financement et donc sur le coût de la dette.

Enfin, **le quatrième risque identifié est le risque prudentiel.** Les dettes des États souverains font l'objet d'un traitement particulièrement favorable dans le bilan des banques et des assurances. Ce traitement prudentiel, qui résulte des règles fixées par le comité de Bâle, encourage les établissements bancaires et les assurances à détenir d'importants volumes de titres souverains, ce qui contribue à maintenir de bonnes conditions de financement pour les États. Mais la crise des dettes souveraines a montré que les titres de dette des États n'étaient pas toujours aussi solides qu'on le pensait et ces règles conduisent à renforcer l'interdépendance entre l'émetteur souverain et les banques, ce qui signifie qu'une crise qui toucherait les banques se répercuterait très fortement sur l'État.

Il est donc envisageable que le traitement prudentiel des titres souverains soit modulé afin de mieux apprécier le risque réel lié à une obligation d'État.

La redéfinition du traitement prudentiel de la dette souveraine pourrait entraîner **une recomposition profonde des conditions de financement des États.**

Face à ces risques, la nécessité d'une mise en œuvre de mesures non conventionnelles et innovantes pour un désendettement plus rapide

Trois principales pistes paraissent devoir être creusées.

Première piste : un ou plusieurs fonds sectoriels abondés par les États membres refinanceraient certaines dettes de façon mutualisée, par exemple la dette de défense – c'est notamment la proposition mise en avant par Thierry Breton, présentée à la commission des affaires étrangères du Sénat lors de son audition du 9 mars 2016.

Deuxième piste : pourrait être envisagée la création d'emprunts mutualisés au niveau de la zone euro, par exemple à travers des titres synthétiques adossés à un portefeuille de titres souverains de différents États membres.

Troisième piste : la participation du mécanisme européen de stabilité (MES) au paiement des intérêts des dettes des États les plus fortement endettés en contrepartie d'un engagement durable et crédible dans un processus de redressement de leurs finances publiques.

Il ne s'agit pas de sous-estimer les questions techniques et les enjeux politiques que ces propositions soulèvent. Mais il paraît urgent d'ouvrir le débat : pour protéger tant les finances publiques françaises que la solidité de la zone euro, **la dette publique doit devenir un enjeu européen de premier plan.**

II. Les autres programmes de la mission « Engagements financiers de l'État »

Concernant le **fonds de soutien aux collectivités territoriales ayant souscrit des emprunts toxiques**, dont les crédits (195 millions d'euros en 2018) sont portés par le **programme 344**, doit être posée la question de la réouverture du fonds, qui n'accepte plus de nouveaux dossiers depuis avril 2015.

En effet, certaines collectivités territoriales pourraient se voir pénalisées par des prêts toxiques contractés par les précédents exécutifs locaux. Cette réouverture pourrait également se justifier pour des collectivités territoriales dont le périmètre a été redessiné depuis 2015, comme, par exemple, deux intercommunalités qui auraient fusionné ou un établissement public de coopération intercommunale qui aurait absorbé une commune.

Une telle réouverture devrait, pour ne pas pénaliser les finances de l'État, se fonder sur de **nouvelles ressources budgétaires.**

S'agissant des majorations de rentes viagères, qui correspondent au **programme 168**, les crédits prévus en 2018 s'élèvent à 142 millions d'euros.

L'**article 55 rattaché**, que votre rapporteur spécial propose d'adopter sans modification, prévoit la suppression de la participation de l'État aux majorations, ce qui devrait se traduire par une économie de 138 millions d'euros à partir de 2019 et devrait entraîner, à terme, la disparition du programme.

Le **programme 145 « Épargne »**, qui porte principalement les crédits liés au paiement de la prime de l'État sur les comptes épargne logement et les plans épargne logement (150 millions d'euros prévus pour 2018), devrait lui aussi connaître une inflexion notable dans les années à venir en raison de la **suppression du régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement par l'article 11 du présent projet de loi de finances** (dans le cadre de la mise en œuvre du prélèvement forfaitaire unique, ou PFU, sur les revenus du capital).

L'article 55 *bis*, adopté à l'initiative de nos collègues députés Bénédicte Peyrol et Dominique David, rapporteuses spéciales de la mission, prévoit la remise d'un rapport du Gouvernement au Parlement concernant l'impact économique et budgétaire de la suppression de la prime de l'État. Votre rapporteur spécial propose de **le modifier afin d'élargir son champ à la totalité de la réforme prévue par le projet de loi de finances** : outre la prime, ce sont également les taux d'imposition qui sont modifiés.

Les appels en garantie de l'État augmentent fortement, passant de 27,4 millions d'euros à 104,09 millions d'euros, soit une hausse de 67 millions d'euros environ qui s'explique par une mesure de périmètre : la majeure partie de l'augmentation constatée est due à l'abondement de l'action « Développement international de l'économie française », jusqu'alors gérée directement par la Coface. Elles sont désormais assurées par Bpi France Assurance Export.

Les programmes 336 « Dotation en capital du mécanisme européen de stabilité » et 338 « Augmentation en capital de la Banque européenne d'investissement » ne sont pas dotés de crédits en raison de l'absence d'augmentation de capital prévue pour ces deux institutions en 2018.

III. Les comptes spéciaux

Le compte de concours financiers « Avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » serait doté de 16,6 milliards d'euros en 2018, soit un montant comparable à celui de 2017 (+ 1 %). La majeure partie des avances concerne l'Agence de services et de paiement au titre des aides européennes, qui donnent lieu à une avance de l'État avant d'être remboursées par l'Union européenne.

Le compte spécial « Participation de la France au désendettement de la Grèce » devrait être doté de 167,3 millions d'euros en 2018. Cependant, le mécanisme de rétrocession des intérêts sur les titres grecs a été suspendu depuis 2014 en raison d'une décision de l'Eurogroupe : en l'absence d'un nouvel accord, ces crédits ne seront pas engagés.

Le compte de concours financiers « Accords monétaires internationaux » n'est, pas plus que les années précédentes, doté de crédits. Ce compte ne peut cependant être supprimé dans la mesure où il constitue le pendant budgétaire des accords passés avec l'Union monétaire ouest-africaine, l'Union monétaire d'Afrique centrale ainsi qu'avec l'Union des Comores.

L'article 49 de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF) fixe au 10 octobre la date limite pour le retour des réponses aux questionnaires budgétaires.

À cette date, 100 % des réponses étaient parvenues en ce qui concerne la mission « Engagements financiers de l'État » et les comptes spéciaux qui lui sont associés.

PREMIÈRE PARTIE : LES ÉVOLUTIONS DE CRÉDITS PRÉVUES POUR 2018

I. LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT »

A. LE PROGRAMME 117 « CHARGE DE LA DETTE ET TRÉSORERIE DE L'ÉTAT » REPRÉSENTE 99 % DES CRÉDITS DE LA MISSION

Le programme 117 vise un double objectif. Le premier est de **garantir la solvabilité de l'État** à tout moment, donc à **couvrir ses besoins de financement en émettant des titres de dette**, dans les conditions d'endettement les moins onéreuses possible. Le second objectif est de garantir que le solde du compte de l'État à la Banque de France, appelé le « **compte unique du Trésor** », **présente un solde positif à la fin de chaque journée**.

C'est l'Agence France Trésor (AFT) qui assure la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État. Il s'agit d'un **service à compétence nationale (SCN)**, créé en 2001, qui relève de la direction générale du Trésor. En 2016, les équipes étaient composées de 25 fonctionnaires et 11 contractuels.

Pour l'année 2018, ce programme représente **15,9 % des dépenses de l'État**, estimées au total à 256,9 milliards d'euros¹.

Les **41,197 milliards d'euros (AE=CP)** demandés pour 2018, en **baisse de 1 % par rapport à 2017**, sont répartis entre **deux actions**.

L'action 01 porte les crédits liés à la gestion de la dette, qui représentent **98 % des crédits du programme**, soit un montant de 40,235 milliards d'euros. Ce chiffre est en baisse de 1 % par rapport aux crédits ouverts par la loi de finances initiale pour 2017.

L'action 02 correspond aux charges de gestion de la **trésorerie**, qui recouvrent les 2 % restants des crédits du programme. Ce chiffre est en hausse de 1 % par rapport aux crédits ouverts en 2017.

Selon l'article 22 de la LOLF, « *les opérations budgétaires relatives à la dette et à la trésorerie de l'État, à l'exclusion de toute opération de gestion courante, sont retracées dans un compte de commerce déterminé* »². Ainsi, les crédits du programme 117 sont reversés au **compte de commerce « Gestion de la dette et trésorerie de l'État »**. Y figurent également les recettes issues des opérations d'adjudications, à savoir les primes et décotes reçues et versées. Il n'y a pas d'identité parfaite entre le programme 117 et le compte de commerce « Gestion de la dette et trésorerie de l'État », dans la mesure où ce

¹ Exposé général des motifs du projet de loi de finances pour 2018.

² Article 22 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances.

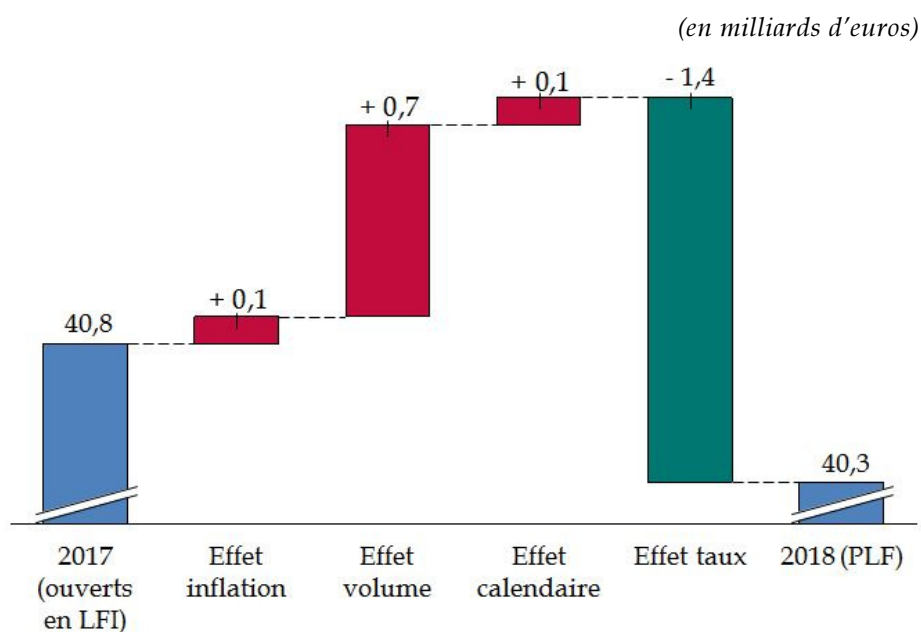
dernier retrace d'autres opérations, comme les interventions de la Caisse de la dette publique, qui ne sont pas comprises dans le champ du programme 117.

1. Les taux d'intérêt restent très bas, concourant à une légère baisse de la charge de la dette

L'évolution de la charge de la dette dépend de plusieurs facteurs : la courbe des taux d'intérêt, l'inflation, le volume de titres émis et, de manière moins significative, le moment de l'année auquel l'État procède aux opérations de financement (effet calendaire).

Pour 2018, l'inflation, l'augmentation du volume de titres et l'effet calendaire concourent à une hausse de la charge de la dette à hauteur de 0,9 milliard d'euros, qui est **plus que compensée par « l'effet taux », qui contribue à faire baisser la charge d'intérêts de 1,4 milliard d'euros.**

Facteurs d'évolution de la charge de la dette entre 2017 et 2018



Source : commission des finances du Sénat, à partir des documents budgétaires

Ainsi, **il apparaît que la baisse de la charge de la dette résulte uniquement d'un environnement de taux très faibles.**

En effet, depuis 2015, et en particulier depuis l'été 2016, les **taux d'intérêt pour les pays européens se situent à des niveaux historiquement bas**. Les taux d'intérêt à court terme sont même négatifs dans le cas de la France : les investisseurs acquérant des titres de dette français à court terme permettent à l'État de « gagner de l'argent » en s'endettant : il ne paie pas

d'intérêts, mais au contraire reçoit une contrepartie de la part des investisseurs.

Cette situation macroéconomique explique la **légère diminution de la charge de la dette en valeur nominale**. Cependant, il est à noter que la charge de la dette représente une part relativement stable du budget de l'État (hors remboursements et dégrèvements d'impôts et y compris fonds de concours).

Évolution de la charge de la dette de 2014 à 2018

| Année | Montant de charge de la dette | Évolution par rapport à l'année antérieure |
|------------|-------------------------------|--|
| 2014 | 43,16 | |
| 2015 | 42,14 | -2,4% |
| 2016 | 40,41 | -4,1% |
| 2017 (LFI) | 40,60 | 0,5% |
| 2018 (PLF) | 40,24 | -0,9% |

Source : commission des finances du Sénat, à partir des documents budgétaires

Ainsi, entre 2017 et 2018, une **légère diminution de la charge de la dette** est prévue, de l'ordre de 1 %. En valeur absolue, elle passerait de **40,6 milliards d'euros à 40,24 milliards d'euros**.

2. Un encours de dette en hausse

Après une hausse constante en 2012 et 2016 (de 17 % environ au total), la progression de l'encours de dette devrait se poursuivre entre **2017 et 2018, passant de 1 677,2 milliards d'euros à 1 752,8 milliards d'euros, soit une progression de 4,5 %**.

La hausse de l'encours de la dette provient à la fois de l'amortissement des titres de dette antérieurs (le refinancement n'étant pas effectué à coût nul) et des déficits budgétaires accumulés.

3. L'évolution du besoin et des ressources de financement de l'État en 2018 : le poids des amortissements de dette arrivant à échéance

Fin 2017, le besoin de financement s'élevait à **191,7 milliards d'euros** (contre 185,4 milliards d'euros en loi de finance initiale). Pour **2018, le besoin de financement serait de 203,3 milliards d'euros, soit une hausse de 6,4 %.**

Évolution du besoin de financement de l'État

(en milliards d'euros)

| | 2017 révisé | PLF 2018 | Évolution entre 2017 et 2018 |
|---|--------------|--------------|------------------------------|
| Amortissement de titres d'État à moyen et long terme | 115,2 | 120,1 | 4 % |
| Valeur nominale | 112,8 | 119,4 | 6 % |
| Suppléments d'indexation dus | 2,4 | 0,7 | -71 % |
| Amortissement des autres dettes (dettes reprise, etc...) | 0 | 0 | 0 % |
| Déficit à financer | 76,5 | 82,9 | 8 % |
| Déficit budgétaire | 76,5 | 82,9 | 8 % |
| Dotations budgétaires au titre des investissements d'avenir | 0 | 0 | 0 % |
| Autres besoins de trésorerie | 0 | 0,3 | + 0,3 |
| Total | 191,7 | 203,3 | 6 % |

Source : commission des finances du Sénat à partir du projet annuel de performances de la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2018

L'amortissement de titres d'État à moyen et à long termes est subdivisé en deux branches principales : la **valeur nominale des titres à amortir, d'une part**, ou valeur faciale, qui correspond à la **valeur monétaire du titre de dette à rembourser**, et les **suppléments d'indexation, d'autre part, dus par l'État** à ses créanciers si le titre est indexé sur l'inflation.

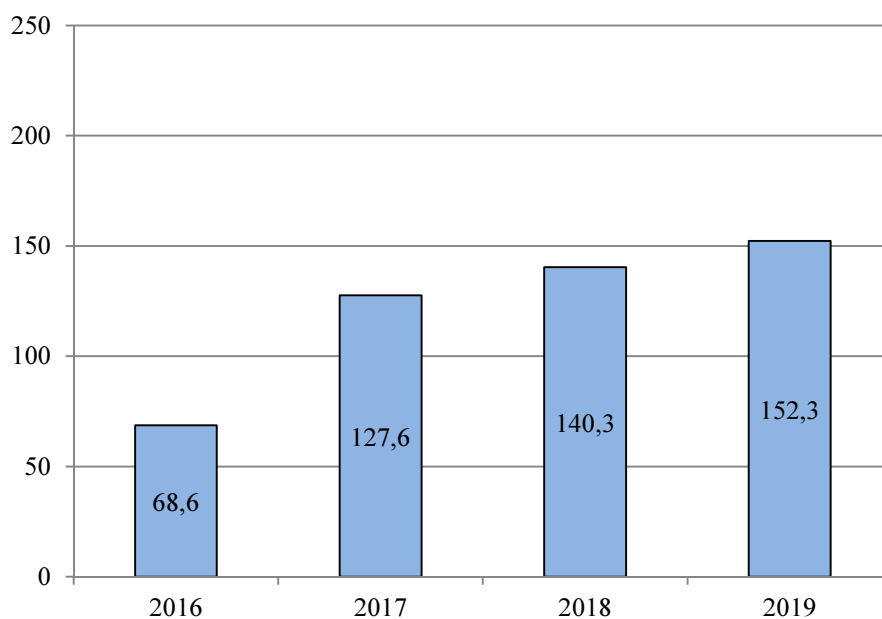
La **seconde partie du besoin de financement est composée du déficit à financer, qui recouvre deux éléments** : le déficit budgétaire, qui explique la majeure partie de la hausse du besoin de financement, et les dotations budgétaires au titre des investissements d'avenir.

Enfin, la rubrique « **Autres besoins de trésorerie** » retrace les **besoins résultant d'opérations de transfert ou d'administration**, ayant un impact nul ou minime sur le besoin de financement (neutralisation des opérations budgétaires sans impact en trésorerie, décaissements opérés à partir des comptes consacrés aux investissements d'avenir nets des intérêts versés, passage de l'exercice budgétaire à l'année civile).

Si le déficit à financer augmente davantage que l'amortissement des titres de dette, ce **dernier représente 60 % du besoin de financement**. La majorité des titres de dettes émis le sont donc afin de pouvoir rembourser les intérêts de la dette passée.

Montant des dettes de moyen et long terme à amortir

(en milliards d'euros)



Source : commission des finances du Sénat à partir des questionnaires du rapporteur spécial

Ainsi, il apparaît que le montant à amortir concernant les dettes à moyen et long termes passerait de **127,6 milliards d'euros à 140,3 milliards d'euros** entre 2017 et 2018, soit une **hausse de 10 % environ**. En effet, les amortissements progressent en raison de l'arrivée à échéance des volumes de dette importants émis lors de la crise économique et financière de la fin des années 2000. Il s'agit **d'un élément de tension sur le programme de financement de l'État** : la hausse des amortissements fait augmenter les volumes à émettre, avec le risque que le marché ne puisse pas absorber des montants trop importants.

Ce besoin de financement est couvert par des **recettes de financement, composées à 96 % d'émissions de titre à moyen et à long terme** (nettes des rachats de dettes opérés chaque année).

Évolution des recettes de financement de l'État*(en milliards d'euros)*

| | 2017 révisé | PLF 2018 | Évolution entre 2017 et 2018 |
|---|--------------|--------------|------------------------------------|
| Émissions de titres à moyen et long termes, nettes des rachats | 185 | 195 | 5 % |
| Ressources affectées à la Caisse de la dette publique (CDP) et consacrées au désendettement | 0 | 1 | 1,00 |
| Variation de l'encours de titres à court terme | 3,8 | 0 | - 100 % |
| Variation des dépôts des correspondants | - 4,6 | 1 | 0 % |
| Contribution des disponibilités du Trésor | 1 | 2,8 | 180 % |
| Autre ressources de trésorerie | 6,5 | 3,5 | - 46 % |
| Total | 191,7 | 203,3 | 6 % |

Source : commission des finances du Sénat à partir du projet annuel de performances de la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2018

L'émission de **titres à moyen et long terme est en hausse de 5 % par rapport à 2017.**

L'encours de titre à court terme sert à **couvrir les opérations quotidiennes afin de garantir une trésorerie positive.**

L'estimation nulle pour l'année 2018 ne reflète pas la réalité. Mais l'émission de titres de court terme n'est pas prévisible, car elle dépendra des aléas de la gestion budgétaire.

Les dépôts des correspondants du Trésor sont les dépôts d'excédents de trésorerie effectués par des administrations. Le but de ces opérations de dépôts est la limitation des emprunts auprès d'acteurs privés. En effet, ces dépôts constituent des ressources de financement pouvant servir à couvrir des besoins de financement : plus ils sont importants, plus les ressources de financement augmentent. Ainsi, les dépôts des correspondants du Trésor représentent environ la moitié des mouvements du compte unique de l'État.

Les contributions des disponibilités du Trésor sont des ressources déposées à la Banque de France ou sous la forme de placement de trésorerie de l'État. Leur hausse représente une dégradation des ressources de financement, car ces ressources sont placées et ne peuvent donc pas être utilisées.

B. LES AUTRES PROGRAMMES : DES MONTANTS PLUS FAIBLES MAIS DES ÉVOLUTIONS SIGNIFICATIVES EN 2018

1. Programme 114 « Appels en garantie de l'État » : une hausse très marquée des crédits liée à une mesure de périmètre

Les appels en garantie de l'État constituent des **crédits évaluatifs**, qui ne sont activés que si l'un des organismes dont l'État se porte garant se trouve en situation de défaut de paiement de ses dettes. Les garanties sont divisées en **cinq grands domaines** : **agriculture et environnement ; soutien au domaine social, logement, santé ; finances des entreprises et industries ; développement international de l'économie française ; autres garanties.**

Crédits alloués en garanties de l'État aux différents secteurs bénéficiaires

(en millions d'euros)

| | 2017 | 2018 | Évolution 2017/2018 |
|--|-------------|---------------|------------------------|
| 01 - Agriculture et environnement | 1 | 0,9 | - 10 % |
| 02 - Soutien au domaine social, logement, santé | 21,9 | 38,29 | 75 % |
| 03 - Financement des entreprises et industrie | 4 | 1,4 | - 65 % |
| 04 - Développement international de l'économie française | 0 | 63 | + 63 % |
| 04.01 - Assurance-crédit | 0 | 0 | 0 % |
| 04.02 - Assurance prospection | 0 | 32 | + 32 % |
| 04.03 - Garantie de change | 0 | 1 | + 1 % |
| 04.04 Garantie du risque économique | 0 | 0 | 0 % |
| 04.05 - Garantie du taux d'intérêt Natixis | 0 | 0 | 0 % |
| 04.06 Garantie du risque exportateur | 0 | 30 | + 30 % |
| 05 - Autres garanties | 0,5 | 0,5 | 0% |
| Total | 27,4 | 104,09 | 280 % |

Source : commission des finances du Sénat, à partir du projet annuel de performances de la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2018

Le programme « Appels en garantie de l'État » enregistre une forte augmentation entre 2017 et 2018, passant **de 27,4 millions d'euros à 104,9 millions d'euros.**

La majeure partie de la hausse est due à une mesure de périmètre liée à la création de l'action « Développement international de l'économie française » en 2018. Jusqu'en 2016, ces garanties étaient gérées directement par **Coface**. Elles sont désormais assurées par la Banque publique d'investissement (Bpi).

L'action « **Développement international de l'économie française** » représente ainsi **60,6 %** des garanties du programme.

2. Programme 145 « Épargne » : des crédits en baisse, la suppression prévue du régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement

Les crédits du programme servent principalement à financer des primes d'épargne logement lors de la **mobilisation de comptes épargne-logement (CEL) ou de la clôture de plan d'épargne logement (PEL)**, sous réserve de la souscription d'un prêt épargne-logement.

Certains instruments supplémentaires pour le soutien au logement sont également compris comme les reliquats des prêts spéciaux du Crédit Foncier de France accordés avant 1977.

Évolution des crédits du programme 145 « Épargne »

(en millions d'euros)

| | 2017 | 2018 | Évolution entre 2017/2018 |
|--|-------------|-------------|----------------------------------|
| Épargne logement | 192,032 | 148,928 | - 22% |
| Instrument de financement du logement | 1,468 | 1,072 | - 27% |
| Total | 193,5 | 150,0 | - 22% |

Source : commission des finances du Sénat, à partir des documents budgétaires

Les crédits de ce programme **sont en baisse de 22 % pour l'année 2018.**

Il s'agit de crédits évaluatifs car le déclenchement des instruments financiers découle de la décision d'achat de logement par les particuliers, et des droits acquis pendant la phase d'épargne.

L'estimation du Gouvernement se fonde notamment sur la **baisse du taux de mobilisation des CEL entre 2013 et le premier semestre 2016** : en 2013, 51 676 primes ont été versées pour un montant total de 13,3 millions d'euros. Après une diminution constante sur la période, en 2016, 5 529 primes ont été versées pour un montant de 1,1 million d'euros. Concernant le taux de clôture des PEL, le Gouvernement se fonde sur les statistiques fournies par les organismes distributeurs des titres d'épargne valorisés, sur l'évolution du montant des primes versées et l'évolution du **taux de clôture des PEL, qui est passé de 14,31 % en 2015 à 11,02 % en 2016¹**.

Le Gouvernement propose la suppression de **la prime pour tout nouveau CEL ou PEL ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018**. Cette mesure s'inscrit dans le cadre de la création du prélèvement forfaitaire unique (PFU) sur les revenus du capital, prévu à l'article 11 du présent projet de loi de finances.

Elle n'aurait pas de conséquence sur les crédits ouverts en 2018 car le versement de la prime est conditionné à la détention minimale de deux ans - **mais conduirait, à terme, à une baisse marquée des crédits du programme**.

L'article 55 bis rattaché vise à obtenir une évaluation de l'impact économique et budgétaire de cette suppression (cf. commentaire de l'article *infra*).

3. Programme 168 « Majoration de rentes » : une suppression du dispositif qui aurait un impact budgétaire à partir de 2019

La forte inflation caractéristique de la période d'après-guerre a conduit l'État à décider du versement, par les organismes débirentiers aux personnes crédientières, **d'une majoration visant à préserver leur pouvoir d'achat**. Cependant, afin de ne pas pénaliser les sociétés concernées, une **participation de l'État leur a été accordée**.

Ce dispositif est en extinction, du fait des limitations qui ont été progressivement imposées.

Les crédits alloués à ce programme sont donc en baisse chaque année : ils diminuent de 2,6 % entre 2017 et 2018, passant de 145,6 millions d'euros à 141,8 millions d'euros.

L'article 55 rattaché vise à supprimer ce dispositif à compter du 1^{er} janvier 2018. Ainsi, les majorations de rentes perçues par les rentiers resteraient identiques, mais l'État n'effectuerait plus de versement aux organismes débirentiers, qui prendraient en charge l'intégralité des majorations.

¹ *Projet annuel de performances portant sur la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2018.*

Cependant, des crédits sont prévus, en 2018, pour le remboursement des majorations versées au titre de l'année 2017 : **l'impact budgétaire de la réforme ne serait donc sensible qu'à partir de 2019** (cf. commentaire de l'article 55 *infra*).

4. Programme 344 « Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque » : l'éventualité d'une réouverture du fonds

Un fonds de soutien en faveur des collectivités territoriales ayant contracté des emprunts à risque a été créé en 2014¹.

Ce fonds, abondé à hauteur de 3 milliards d'euros depuis 2016, soutient 579 collectivités territoriales selon deux modalités : une désensibilisation des emprunts toxiques par leur remboursement anticipé et une aide dérogatoire portant sur le paiement des intérêts.

Ce **fonds est par nature extinctif** : le dépôt des dossiers est clos depuis le 30 avril 2015. Sa gestion, qui était au départ confiée à un service à compétence nationale dédié, a été transférée à la direction générale des finances publiques (DGFIP).

Le fonds est financé à la fois par l'État et par le secteur bancaire.

Ainsi, les crédits demandés pour 2018 sont de 183,917 millions d'euros, auxquels s'additionneront, sous forme de fonds de concours, la contribution de Dexia (1,5 million d'euros) et de la société de financement local ou SFIL (11,5 millions d'euros).

Le secteur bancaire dans son ensemble concourt également au financement du fonds, par le biais **d'une taxe systémique additionnelle**. L'assiette de la taxe est le montant des exigences minimales en fonds propres permettant d'assurer le respect des ratios de couverture ou de niveau en fonds propres adéquat, prévu par le code monétaire et financier². Les recettes de la taxe sont donc directement liées aux exigences prudentielles imposées aux banques.

L'article 31 de la loi de finances pour 2016 fixe le taux de la taxe au profit du fonds de soutien aux collectivités territoriales ayant contracté des « emprunts toxiques » à 0,0642 % pour la taxe due au titre des années 2016 à 2025, et à 0,0505 % pour la taxe due au titre des années 2026 à 2028³.

En 2015, la taxe à taux initial a permis de recouvrir **34,2 millions d'euros**. Selon les estimations du Gouvernement, la hausse du taux décidée en 2016 devrait permettre de recouvrir **100 millions d'euros en 2018**.

¹ Article 92 de la loi n° 2013-1278 de finances pour 2014.

² Article L. 511-41, 5 22-14 et 533-2.

³ Article 31 de la loi n° 2015-1785 du 29 décembre 2015 de finances pour 2016.

La question de la réouverture du fonds doit être posée. Les réformes territoriales qui ont lieu depuis la date limite de dépôt des dossiers, principalement la loi dite « NOTRe »¹, ainsi que les renouvellements des exécutifs locaux à la suite d'échéances électorales, **pourraient justifier une réouverture temporaire du dépôt de dossiers.** En effet, certaines collectivités locales pourraient se voir pénalisées par des prêts toxiques contractés par les précédents exécutifs locaux. Cette réouverture pourrait également se justifier pour des collectivités territoriales dont le périmètre a été redessiné depuis 2015, comme, par exemple, deux intercommunalités qui auraient fusionné ou un établissement public de coopération intercommunale qui aurait « absorbé » une commune.

Une telle réouverture devrait, pour ne pas pénaliser les finances de l'État, se fonder **sur des nouvelles ressources budgétaires.**

5. Deux programmes ne font l'objet d'aucune dotation en 2018 : le programme 336 « Dotation en capital du mécanisme européen de stabilité » et le programme 338 « Augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement »

Le programme 336 vise à financer la contribution française au mécanisme européen de stabilité (MES).

Le MES remplace le Fonds européen de stabilité financière (FESF), une institution temporaire créée pour le financement de programmes d'assistance financière. Il vise à mobiliser des ressources provenant des États membres, afin de soutenir la stabilité d'un pays qui ferait face à des difficultés économiques dont l'ampleur pourrait menacer la stabilité financière de la zone euro.

La participation de la France au MES ayant déjà été versée, sous la forme de cinq tranches de 3,3 milliards d'euros, aucun crédit n'est inscrit sur ce programme.

Le programme 338 porte sur la participation de la France à l'augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement (BEI), décidée en 2012. Cette augmentation a permis une hausse du capital souscrit de la BEI de 232,39 milliards d'euros à 242,39 milliards d'euros.

La dotation ayant déjà été effectuée, ce programme n'est pas non plus abondé pour l'exercice 2018.

¹ Loi n° 2015-991 du 7 août 2015 portant nouvelle organisation territoriale de la République.

II. LES COMPTES SPÉCIAUX

A. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS »

Ce compte retrace quatre principaux ensembles d'avances accordées à des services ou organismes gérant des services publics.

Le premier d'entre eux correspond aux **avances du Trésor octroyées à l'Agence de service et de paiement (ASP), au titre du préfinancement des aides communautaires de la politique agricole commune (PAC).**

Le deuxième correspond aux **avances du Trésor octroyées à des organismes distinct de l'État gérant des services publics.** Il peut s'agir d'établissements publics nationaux, de services concédés, de sociétés d'économie mixte, d'organismes divers de caractère social.

Le troisième correspond aux **avances du Trésor octroyées à d'autres services de l'État.** Il peut s'agir de budgets annexes, de services autonomes de l'État, ou de services nationaux.

Le quatrième, enfin, correspond aux **avances du Trésor octroyés à l'Office national d'indemnisation des accidents médicaux, des affections iatrogènes et des infections nosocomiales (ONIAM)** au titre de l'indemnisation des victimes du Benfluorex.

Ce programme comporte principalement des avances de court terme, visant à répondre à un besoin précis et urgent¹, ainsi que la couverture d'un besoin de financement dont la ressource initialement prévue est décalée dans le temps.

Le fonctionnement du compte spécial est régi par l'article 24 de la loi organique relative aux lois de finances du 1^{er} août 2001 (LOLF), qui dispose que *« les avances sont accordées pour une durée déterminée ; elles sont assorties d'un taux qui ne peut être inférieur à celui des obligations ou bons du Trésor de même échéance ou, à défaut, d'échéance la plus proche. Il ne peut être dérogé à cette disposition que par décret en Conseil d'État ».*

Cette condition de taux vise à **éviter que les avances ne soient utilisées comme des subventions servant à financer des dépenses de fonctionnement courantes**, ce qui pénaliserait fortement l'État et remettrait en cause l'accord et le contrôle du Parlement sur les fonds correspondants.

En 2018, les avances devraient s'élever à 16,6 milliards d'euros, soit un montant comparable à l'exercice 2017. Le solde du compte serait déficitaire d'environ 213 millions d'euros.

¹ *Projet annuel de performances portant sur la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2018.*

Selon l'indicateur de performance 1.1 du programme, en 2018, aucune avance ne devrait déroger à cette règle de neutralité budgétaire, et toutes devraient respecter les conditions de durée des avances du Trésor (indicateur 1.2).

Cependant, **cet objectif semble relativement optimiste : depuis 2015, entre une et deux atteintes à ce principe ont eu lieu chaque année.** À titre d'exemple, en 2017, deux avances ont été rééchelonnées¹.

B. LE COMPTE D'AFFECTATION SPÉCIALE « PARTICIPATION DE LA FRANCE AU DÉSENETTEMENT DE LA GRÈCE »

Les dépenses du compte sont constituées des versements de la France à la Grèce au titre de la restitution des revenus perçus par la France sur les titres grecs, ainsi que des éventuelles rétrocessions de trop-perçus à la Banque de France.

Les recettes retracent le produit de la contribution spéciale versée par la Banque de France au titre de la restitution des revenus qu'elle perçoit sur les titres grecs.

Évolution des crédits ouverts dans le cadre de la participation au désendettement de la Grèce

(en millions d'euros)

| | 2017 | 2018 | Évolution 2017/2018 |
|---|-------------|---------------|------------------------|
| Dépenses | | | |
| Versement de la France à la Grèce des revenus perçus sur les titres grecs | 239 | 167,3 | - 30 % |
| Rétrocession de trop-perçus à la Banque de France | 0 | 0 | 0% |
| Total des dépenses | 239 | 167,3 | - 30 % |
| Recettes | | | |
| Produit des contributions de la Banque de France | 183 | 148,0 | - 19 % |
| Solde | - 56 | - 19,3 | - 66 % |

Source : commission des finances du Sénat, à partir des documents budgétaires

L'action 01 « Versement de la France à la Grèce des revenus perçus sur les titres grecs » vise à la mise en œuvre par les États de la zone de la décision de l'Eurogroupe du 20 février 2012, qui permet de restituer à la

¹ Projet annuel de performances portant sur la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2018.

Grâce les revenus perçus par les banques centrales de la zone euro sur les titres grecs détenus en compte propre. Ainsi, les banques centrales reversent aux États les revenus qu'elles tirent des obligations grecques détenues au titre du programme pour marchés de titre (SMP), au prorata de leur quote-part au capital de la Banque centrale européenne (BCE). Ces revenus seront ensuite restitués à la Grèce.

Cette rétrocession est suspendue depuis 2014.

Cependant, le communiqué de l'Eurogroupe du 15 juin 2017 évoque la **possibilité de réactiver ce programme dans le cadre d'un nouveau plan d'assistance à la Grèce.**

C. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX »

Le compte de concours financiers « Accords monétaires internationaux » n'est, pas plus que les années précédentes, doté de crédits.

Ce compte ne peut cependant être supprimé dans la mesure où il constitue le pendant budgétaire des accords passés avec l'Union monétaire ouest-africaine, l'Union monétaire d'Afrique centrale ainsi qu'avec l'Union des Comores.

Il est en effet dédié à la **coopération monétaire avec la « zone franc »** et destiné à garantir, en tant que de besoin, l'ancrage de la parité du taux de change du franc sur l'euro et la garantie de convertibilité illimitée. Il retrace, en recettes et en dépenses, les opérations d'octroi et de remboursement des appels en garantie de convertibilité effectuées par le Trésor au profit des banques centrales liées à la France par un accord monétaire international.

Eu égard aux niveaux importants de réserves détenues par les banques centrales de la zone franc et à la très faible probabilité d'appel en garantie de l'État qui en résulte, cette mission n'est dotée d'aucun crédit pour 2018 et ne fait d'ailleurs pas l'objet d'un projet annuel de performances annexé au présent projet de loi de finances.

DEUXIÈME PARTIE : DES RISQUES RÉELS SUR LA CHARGE DE LA DETTE, QUI APPELLENT DES MESURES DE DÉSENDETTEMENT NON CONVENTIONNELLES

Les dépenses d'intérêt présentent une spécificité : **la charge de la dette fait l'objet de crédits évaluatifs et non pas limitatifs**. Le Parlement ne vote donc pas des plafonds de crédits juridiquement contraignants mais de simples prévisions.

Pourquoi ces crédits sont évaluatifs ? Tout simplement car il s'agit de dépenses « obligatoires », qui ne sont pas pilotables à court terme par l'État. **Le Gouvernement est tenu juridiquement de rembourser ses créanciers**.

Cette caractéristique n'est pas seulement un détail technique. Pour le dire clairement, les parlementaires n'examinent que des prévisions et les marges de manœuvre sur le niveau des crédits sont extrêmement réduites.

À première vue, l'on pourrait presque se demander quelle est la portée effective de l'examen et du vote de cette mission par le Parlement.

En réalité, sur ce type de dépenses, les parlementaires ont un rôle essentiel à jouer : **identifier et surveiller les risques qui pèsent sur la crédibilité de la prévision de dépenses présentée au Parlement**. Il ne s'agit donc pas seulement de prendre acte des estimations du Gouvernement, mais de comprendre les facteurs susceptibles de les faire évoluer.

Quatre principaux risques ont été identifiés par votre rapporteur spécial, d'autant plus élevés que l'encours de dette publique est important en France : les engagements hors bilan, la remontée des taux, le risque de notation et l'évolution du traitement prudentiel de la dette souveraine.

Face à une situation instable, il faut savoir saisir l'opportunité que représente aujourd'hui le contexte de taux bas et il est urgent de mettre en œuvre, au niveau européen, des mesures de désendettement non conventionnelles.

I. QUATRE PRINCIPAUX RISQUES PÈSENT SUR LA CHARGE DE LA DETTE FRANÇAISE

A. LES ENGAGEMENTS HORS BILAN ET LES ENGAGEMENTS IMPLICITES DE L'ÉTAT

Les engagements hors bilan sont des **obligations de l'État vis-à-vis de tiers, dépendantes de la survenue d'événements ou de besoins spécifiques**. Ces dépenses potentielles ne réunissent pas les conditions

nécessaires pour être inscrites au bilan, mais peuvent avoir un impact significatif sur l'équilibre budgétaire de l'État.

Ces engagements sont détaillés en **annexe du compte général** de l'État. Ainsi, ils ne peuvent être évalués que pour **l'antépénultième exercice**.

En 2013, votre commission des finances avait demandé un rapport à la Cour des Comptes sur le sujet des engagements hors bilan de l'État. Elle avait tout d'abord souligné la **prévalence des engagements de retraite parmi les engagements hors bilan, ainsi que leur progression entre 2007 et 2012, de 588 milliards d'euros¹**. La Cour des Comptes avait également souligné la croissance rapide des encours des engagements pris dans le cadre d'accords bien définis.

Les engagements hors bilan reflètent des niveaux de risque très divers et leur contrôle par le Parlement est variable.

Trois grands ensembles se dégagent : les engagements pris dans le cadre d'accords bien définis (par exemple les garanties accordées à certains acteurs économiques), qui s'élevaient à 1 000,6 milliards d'euros en 2015, les engagements découlant de la mission de régulateur économique et social de l'État (481,5 milliards d'euros) et **les engagements de retraites de l'État** qui représentent, avec 1 723 milliards d'euros, **plus de la moitié du total des engagements hors bilan**.

Ils ont globalement augmenté ces dernières années. Si tous les engagements hors bilan n'ont pas vocation à se traduire par des dépenses, il s'agit d'un risque qui pèse bel et bien sur le niveau de la dette.

Au demeurant, tous les engagements de l'État ne sont pas retracés au sein des engagements hors bilan. À titre d'exemple, la garantie implicite de l'État aux établissements publics n'est pas évaluée, ni le rôle de l'État de prêteur ou d'assureur en dernier ressort, notamment pour des administrations en difficulté financière, ou pour les banques systémiques – qui a d'ores et déjà donné lieu à des dépenses importantes, par exemple dans le cas des aides à la banque Dexia en 2008 et 2012.

Certes, le **droit de l'Union européenne tend à diminuer les possibilités d'engagements implicites**. Par exemple, le **mécanisme de résolution unique** interdit – en principe – que l'État se comporte en prêteur en dernier ressort en cas de faillite.

Il n'en reste pas moins que les engagements de l'État pourraient conduire, s'ils donnaient lieu à des dépenses dans les exercices à venir, à une hausse du besoin de financement de l'État qui augmenterait à moyen terme la charge d'intérêts de la dette.

¹ « Le recensement et la comptabilisation des engagements hors bilan de l'État », 2013, rapport de la Cour des Comptes commandé par la commission des finances du Sénat en application de l'article L. 58-2 de la loi organique sur les lois de finances du 1^{er} août 2001.

À cet égard, comme le notait le rapporteur général de la commission des finances du Sénat dans son rapport relatif à la dette publique¹, **la notion de dette implicite**, qui prend en compte les engagements hors bilan de l'État, voire les dettes « quasi-publiques » qui pourraient, à terme, être intégrées au périmètre de la dette publique, « *constitue une notion utile à l'analyse de l'endettement public en ce qu'elle permet de dépasser une approche strictement rétrospective sur l'encours de dette accumulé jusqu'à présent, pour s'intéresser à ses facteurs d'évolution dans le futur. Elle permet de faire apparaître que le choix d'un régime de retraite crédible, et plus largement d'un modèle d'intervention de l'État soutenable, est un préalable essentiel à la maîtrise de l'évolution de la dette* ».

B. LA REMONTÉE DES TAUX

La rupture temporaire de la corrélation entre l'encours de la dette, en augmentation constante, et la charge de la dette, qui baisse légèrement, s'explique par le **niveau des taux d'intérêt, historiquement faibles depuis plusieurs années**.

La **politique de rachat d'actifs de la BCE**, lancée en 2015 puis accélérée en 2016, explique pour une large part la baisse des taux d'intérêt. Par ailleurs, la BCE a abaissé par deux fois son taux directeur depuis janvier 2015.

¹ Rapport d'information n° 566 (2016-2017) sur la dette publique d'Albéric de Montgolfier, rapporteur général, fait au nom de la commission des finances, déposé le 31 mai 2017.

Le programme d'achat d'actifs de la Banque centrale européenne

Le programme d'achats d'actifs de la BCE (*Asset Purchase Programme* ou APP) est composé de quatre volets :

- un programme d'achats d'obligations sécurisées (*Covered bond purchase programme 3* ou CBPP3), mis œuvre depuis le 15 octobre 2014, tendant à faciliter le fonctionnement du marché monétaire européen ;
- un programme d'achats de titres adossés à des actifs (*Asset Backed Securities* ou ABS) lancé le 21 novembre 2014 visant à aider les banques à diversifier leurs sources de financement et à stimuler le crédit privé ;
- un programme d'achats d'obligations privées (*Corporate Sector Purchase Programme* ou CSPP) existant depuis le 8 juin 2016 afin d'apporter un soutien plus direct au financement des entreprises ;
- et un programme d'achats de titres publics (*Public Sector Purchase Programme* ou PSPP) lancé le 9 mars 2015.

Le **programme d'achats de titres publics** recouvre à la fois des titres souverains, des titres publics émis par des administrations nationales locales et sociales (par exemple, en France, la Cades, l'Agence France Locale, ou encore la Sfil sont éligibles au PSPP) et des titres émis par des entités supranationales (par exemple la Banque européenne d'investissement). La BCE procède à environ 20 % des achats ; le reste est effectué par les banques centrales nationales.

La majeure partie des achats s'effectue sur le marché secondaire, de façon bilatérale.

Les titres publics doivent tous respecter plusieurs critères pour être éligibles au programme d'achats de l'Eurosystème (qui comprend la BCE et les banques centrales nationales) : leur **maturité résiduelle doit être comprise entre 2 ans et 30 ans** (pas de titres de court terme ni de très long terme) et l'Eurosystème ne peut pas détenir plus de 33 % d'une ligne obligataire émise par une autorité nationale (50 % dans le cas d'une autorité supranationale).

En ce qui concerne la **dette souveraine**, la répartition des achats entre les États membres de la zone euro est, en principe, **proportionnelle à la participation de chaque État au capital de la BCE** (soit environ 26 % pour l'Allemagne, 21 % pour la France, 18 % pour l'Italie...).

En réalité, **les volumes d'achats sont adaptés selon le contexte financier et la France est surreprésentée par rapport à sa part dans le capital**. Les autres pays faisant l'objet d'achats plus importants que prévu sont l'Italie (+ 2 points) et, de façon beaucoup moins marquée, l'Espagne (+ 0,6 point), la Belgique (+ 0,4 point), l'Autriche (+ 0,3 point) et les Pays-Bas (+ 0,2 point).

Source : *commission des finances du Sénat*

L'atonie de la croissance et de l'inflation de la zone euro ces dernières années a également contribué à maintenir de faibles taux d'intérêt.

Enfin, les incertitudes économiques et politiques, liées notamment à la décision prise par le Royaume-Uni de quitter l'Union européenne (*Brexit*), poussent les **investisseurs à préférer des titres sûrs**, comme les dettes

souveraines. La théorie économique parle de « **trappes à sûreté** »¹ pour désigner cet excès de demande pour les actifs sûrs qui caractérise l'Europe.

Or une remontée des taux est à prévoir pour les années à venir, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, si les annonces de la BCE restent très prudentes quant aux inflexions qui seront apportées au programme de rachats de titres, **l'enveloppe en a cependant été réduite en avril dernier, passant de 80 milliards d'euros à 60 milliards d'euros**. Par ailleurs, le maintien d'un contexte économique plus dynamique que par le passé pourrait plaider pour un resserrement graduel de la politique non conventionnelle de la BCE. En effet, **l'inflation**, qui est le principal (et légalement, le seul) objectif de la BCE **semble redémarrer** au sein de la zone euro.

Enfin, la décision de la Réserve fédérale américaine d'opérer une remontée de ses taux directeurs devrait exercer un effet d'entraînement sur le taux d'intérêt au niveau mondial. D'après les informations transmises au rapporteur, les modulations des taux souverains américains **se répercutent en général dans une fourchette de 60 % à 70 % en Europe**.

Les prévisions du Gouvernement sont d'ailleurs bien construites sur l'hypothèse d'une remontée progressive des taux, selon deux scénarios possibles : **l'un fixant un taux apparent de la dette négociable à 3,1 % à horizon 2022, et l'un fixant un taux de 2,5 % à horizon 2022**².

Une pression supplémentaire à la hausse sur les taux d'intérêt de la dette souveraine française provient du **refinancement des dettes contractées durant la crise économique**, qui contribue à augmenter le programme de refinancement de l'État et **ainsi accentuer la remontée prévue**.

Avec la hausse des taux, **la charge de la dette progressera - d'autant plus vite la maturité moyenne de la dette française n'est pas extrêmement élevée par comparaison à d'autres pays**. Elle s'élève à environ 7 ans et demi en France, contre 14 ans au Royaume-Uni, par exemple.

D'après les simulations de l'Agence France Trésor, une hausse d'un point de pourcentage aura **un coût cumulé de 14,1 milliards d'euros après seulement trois ans et de 34,5 milliards d'euros après cinq ans**.

¹ "Model of the Safe Asset Mechanism (SAM): Safety Traps and Economic Policy", Ricardo J. Caballero and Emmanuel Farhi, 2013

² *Projet annuel de performances portant sur la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2018.*

C. LE RISQUE DE NOTATION

La France se trouve en permanence sous le regard scrutateur des agences de notation.

Elles ne s'intéressent pas seulement aux grands indicateurs macroéconomiques comme la croissance ou le déficit public mais **observent dans le détail la solidité des institutions et les réformes sectorielles proposées par le Gouvernement**. À titre d'exemple, l'agence Moody's évalue les émetteurs souverains sur quatre « piliers » : solidité de l'économie, solidité institutionnelle, solidité des finances publiques et susceptibilité au risque d'évènement (c'est-à-dire résilience en cas de choc). Les politiques sectorielles ont donc un impact sur la notation française : par exemple, la question de la formation apparaît cruciale dans la mesure où elle a une incidence forte sur le fonctionnement du marché du travail. La note de la dette française dépend donc pour partie des orientations des politiques publiques sectorielles, qui sont traduites dans chacune des missions du budget de l'État.

L'approche est également comparative : les pays sont mis au regard de leurs « pairs ». Pour la France, les « pairs » retenus par l'agence Moody's sont par exemple la Finlande, l'Autriche, le Royaume-Uni, la Belgique ou encore, hors de l'Europe, la Corée ou Taïwan.

La France est considérée comme étant très robuste d'un point économique et institutionnel et présente, selon l'agence, une forte résilience au risque de choc, mais - comparativement à ses pairs - c'est la solidité des finances publiques qui pêche. **La faiblesse des efforts de consolidation budgétaire** constituerait donc le principal facteur expliquant que la note de la France soit, depuis plusieurs années AA et non plus triple AAA ou AA+. Ainsi, la deuxième dégradation de la note de la France par l'agence Standard & Poor's en 2013, de AA+ à AA, était justifiée pour partie par le fait que « *la marge de manœuvre budgétaire de la France s'est réduite* ».

Une dégradation de la note de la France, si elle était suivie par les acteurs financiers, pourrait évidemment avoir des conséquences sur nos conditions de financement et conduire à une augmentation de la charge de la dette.

D. LE TRAITEMENT PRUDENTIEL DE LA DETTE SOUVERAINE

Le risque souverain bénéficie pour l'heure d'un traitement prudentiel particulièrement favorable, dont la principale justification réside dans l'affirmation que le risque souverain est, dans le cas général, très faible, à la fois dans l'absolu (peu de difficultés de paiement) et en termes relatifs, par rapport aux autres classes d'actifs.

Le traitement prudentiel des titres souverains depuis 1998

Pour le ratio de solvabilité (qui mesure les fonds propres par rapport aux risques pondérés), dans les accords de Bâle (ratio Cooke - ou Bâle 1, en 1988), les créances sur les administrations centrales étaient pondérées à 0 % au dénominateur du ratio de solvabilité dès lors que ces administrations étaient membres de l'OCDE.

Les règles de Bâle 2 ont ouvert la possibilité pour les banques d'estimer elles-mêmes leurs risques à partir de modèles internes et, pour la méthode dite standard (fixée par la réglementation), seules les administrations centrales bénéficiant d'une notation de crédit de très haute qualité (AAA à AA-) pouvaient toujours bénéficier de la pondération à 0 %.

Les règles de Bâle 3 n'ont pas modifié ce traitement favorable à ce stade. Il a même été appliqué aux règles de liquidité introduites par Bâle 3, puisque pour le ratio de liquidité à court terme (qui mesure la capacité d'une banque à faire face à une crise de liquidité dans une période de 30 jours), le risque souverain bénéficie d'un cadre avantageux puisque la dette souveraine, incluse dans les actifs bénéficient du traitement le plus favorable au sein du portefeuille d'actifs liquides de haute qualité (portefeuille HQLA ou coussin de liquidité) avec une décote nulle.

Source : réponse de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution au rapporteur spécial

Cependant, la crise récente a été, en partie, une crise de la dette souveraine et le dispositif prudentiel doit être sensible aux risques. Or le risque souverain, s'il est très faible, n'est pas inexistant et peut être renforcé par la concentration de titres souverains d'un même pays au sein d'un établissement bancaire. Comme l'a souligné l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution dans ses réponses au rapporteur spécial, « *dans certains cas, les risques auxquels ont été exposées certaines banques ont été amplifiés par une détention excessive de titres souverains à leur bilan* ».

Des évolutions quant au traitement prudentiel de la dette souveraine peuvent donc être attendues – et **leur impact sur le coût de financement de l'État ne doit pas être négligé.**

II. VERS LA MISE EN ŒUVRE DE MESURES DE DÉSENDETTEMENT NON CONVENTIONNELLES

A. DES RISQUES D'AUTANT PLUS DIFFICILES À MAÎTRISER QUE L'ENCOURS DE DETTE PUBLIQUE EST ÉLEVÉ

Si les pays de l'OCDE et de la zone euro ont globalement suivi des évolutions similaires durant la crise économique, avec une accélération des émissions de dette souveraine et une forte hausse de l'encours de dette publique, la France se distingue par une difficulté à stabiliser puis diminuer le poids de la dette publique dans le PIB à l'instar de ses principaux voisins.

Le poids de la dette publique dans le PIB de la France reste parmi les plus élevés de la zone euro. La dette publique française a ainsi commencé à s'écarter, à compter de 2012-2013, de la trajectoire constatée dans la zone euro et, plus généralement, dans l'Union européenne. En effet, un écart est alors apparu entre le ratio d'endettement de la France et le ratio moyen constaté dans la zone euro. Celui-ci n'a eu de cesse de se creuser jusqu'à présent, d'autant que la part de la dette dans le PIB a commencé à reculer dans la zone euro à partir de 2015, la dette française continuant, elle, à progresser. Ainsi, **en 2016, la dette publique de la France était supérieure de 7,1 points de PIB à la moyenne de la zone euro** - alors qu'elle l'égalait encore en 2012 - et de 12,8 points de PIB à la moyenne de l'Union européenne.

La France n'a donc plus beaucoup de marge de manœuvre : son niveau d'endettement, proche de 100 % du PIB et supérieur à celui de ses principaux voisins, amplifie les risques identifiés dans la mesure où, si le besoin de financement de l'État venait à progresser dans des proportions trop importantes, il n'est pas certain que les marchés financiers pourraient absorber ce surplus dans de bonnes conditions - d'autant moins si la Banque centrale européenne réduit à plus ou moins brève échéance, comme l'on peut s'y attendre, son programme de rachats.

En outre, **le niveau de la dette publique française est un problème évident pour la France, mais c'est aussi un problème pour l'Europe :** la France ne respecte pas les critères de Maastricht, qui devaient permettre aux économies européennes de ne pas connaître de divergence trop marquée. Une telle différence d'endettement entre les principales économies de la zone euro n'est pas tenable.

B. UNE APPROCHE EUROPÉENNE, INNOVANTE ET NON CONVENTIONNELLE S'IMPOSE

Le Gouvernement annonce une légère baisse du poids de la dette dans le PIB, avec une diminution prévisionnelle de cinq points de PIB sur le quinquennat. À ce rythme, trente ans seront nécessaires pour rejoindre le niveau de dette de l'Allemagne, alors même que le niveau d'endettement par rapport au PIB était comparable en France et en Allemagne en 2010, soit il y a moins de dix ans.

Face aux enjeux tant nationaux qu'europeens liés à la dette souveraine, et notamment dans la perspective d'une prochaine remontée des taux d'intérêt, **un effort doit être mené sur plusieurs fronts.**

Or le temps est compté : il faut profiter au plus vite des faibles taux d'intérêt et surtout agir avant qu'un nouveau choc macroéconomique ne contraigne les États et l'Union européenne à inventer des solutions dans l'urgence.

Le déficit budgétaire, qui détermine largement l'évolution du besoin de financement de l'État, doit évidemment être maîtrisé.

Mais **la consolidation budgétaire ne suffira pas** : il faut réfléchir dès maintenant à des solutions innovantes, non conventionnelles, permettant un désendettement plus rapide des États européens les plus endettés. Le cadre européen paraît constituer le bon échelon de décision et de mise en œuvre de telles mesures dans la mesure où les économies européennes sont d'ores et déjà liées par le marché commun et, pour certaines d'entre elles, par une monnaie commune.

Trois principales pistes paraissent devoir être creusées.

Tout d'abord, pourrait être envisagée la création d'un ou de plusieurs fonds sectoriels (en matière de défense, d'énergie, d'agriculture...), abondés par les États membres, qui refinanceraient certaines dettes de façon mutualisée, par exemple la dette de défense – c'est notamment la proposition mise en avant par Thierry Breton lors de son audition à la commission des affaires étrangères du Sénat lors de son audition du 9 mars 2016.

Un tel fonds permettrait à la fois **d'augmenter la capacité de financement du secteur de la défense**, à l'heure où l'Europe est confrontée à des enjeux fondamentaux en ce domaine, et **d'opérer un remboursement des dettes des États membres par leur mutualisation** en profitant de la demande actuelle pour des titres sûrs et des taux d'intérêt bas.

Une autre possibilité réside dans la création d'emprunts qui permettraient de mutualiser le risque au niveau de la zone euro, par exemple à travers des titres synthétiques adossés à un portefeuille de titres souverains de différents États membres – ces *sovereign bond-backed securities* (SBBS), à l'étude par le conseil européen des risques systémiques, permettraient d'améliorer la diversification du risque au sein des bilans bancaires sans mutualisation directe de la dette entre les États-membres.

Enfin, il serait intéressant de réfléchir aux modalités selon lesquelles le mécanisme européen de stabilité (MES) pourrait participer au paiement des intérêts des dettes des États les plus fortement endettés, en contrepartie d'un engagement durable et crédible dans un processus de redressement de ses finances publiques. Par exemple, comme le proposait France Stratégie dans une note d'octobre 2017¹, il serait possible de permettre au MES de rentrer dans un contrat de *swap* d'intérêts avec un État fortement endetté. Le MES recevrait (de l'État endetté) un intérêt indexé sur la croissance du pays soutenu et il paierait le coupon à taux fixe que l'État s'est engagé à verser à ses créanciers. Plus précisément, il recevrait de la part du pays un intérêt égal à ce même coupon mais corrigé de l'écart entre croissance réalisée et croissance initialement projetée. Ce faisant, la trajectoire de réduction de

¹ France Stratégie, « Comment assurer la résorption des dettes publiques en zone euro ? », note d'analyse n° 62, octobre 2017, p. 7.

dette sur laquelle l'État trop endetté s'est engagé via des efforts budgétaires durables se trouverait crédibilisée, car **son respect deviendrait moins dépendant de la conjoncture économique future.**

Il ne s'agit pas de sous-estimer les questions techniques et les enjeux politiques que ces propositions soulèvent.

Mais il paraît urgent d'ouvrir le débat : **pour protéger tant les finances publiques françaises que la solidité de la zone euro, la dette publique doit devenir un enjeu européen de premier plan.**

EXAMEN DES ARTICLES RATTACHÉS

ARTICLE 55

(Art. 41 de la loi n°83-1179 du 29 décembre 1983 de finances pour 1984,
art. 6 de la loi n°49-1098 du 2 août 1949)

Suppression du dispositif de prise en charge par l'État d'une part des majorations de rentes viagères

Commentaire : le présent article prévoit la suppression du dispositif de prise en charge par l'État d'une part de la majoration légale de certaines rentes viagères.

I. LE DROIT EXISTANT

A. UN DISPOSITIF RÉPONDANT À LA SITUATION INFLATIONNISTE DE L'APRÈS-GUERRE

Dans l'immédiat après-guerre, l'inflation très importante a conduit l'État à instaurer une majoration des rentes viagères indexée sur l'inflation, dans le but de conserver le pouvoir d'achat des rentiers. Afin de ne pas pénaliser les organismes débirentiers devant verser cette majoration, l'État a mis en œuvre une compensation du coût de la mesure¹, en leur remboursant une part de ces dépenses « *par un fonds géré par la Caisse des dépôts et consignations et alimenté par le budget de l'État* »².

Auparavant inscrites au crédit d'un compte de tiers particulier ouvert dans les écritures de la comptabilité de l'État, intitulé « Fonds commun de majoration de rentes viagères »³, cette compensation est désormais comptabilisée au sein de la mission « Engagements financiers de l'État », dans le programme 168 « Majoration de rentes », et ce depuis la création de la mission en 2005.

¹ Loi n° 49-1098 du 2 août 1949 portant révision de certaines rentes viagères constituées par les compagnies d'assurances, par la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse ou par des particuliers moyennant l'aliénation de capitaux en espèces.

² Article 6 de la loi n° 49-1098 du 2 août 1949; VIII de la loi n°83-1179 du 29 décembre 1983 de finances pour 1984.

³ Décret n°70-104 du 30 janvier 1970 fixant les modalités d'application des majorations de rentes viagères de la caisse nationale de prévoyance, des caisses autonomes mutualisées et des compagnies d'assurance.

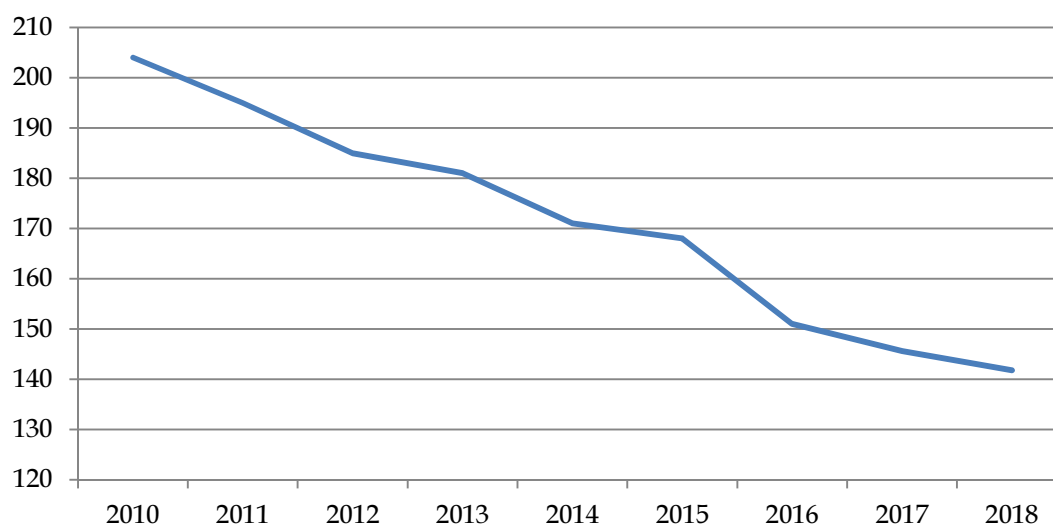
Au total, 39 organismes sont concernés par ce dispositif, dont 29 compagnies d'assurance et 10 mutuelles.

Le coût prévisionnel de la prise en charge d'une partie des majorations de rentes viagères s'élevait pour l'État à 145,6 millions d'euros en 2017.

Les crédits alloués au dispositif sont en diminution constante depuis 2010 : entre 2010 et 2018, ils ont connu une réduction de 30 % environ. En effet, en moyenne, entre 2010 et 2018, le coût de la mesure diminue de 7,8 millions d'euros par an. Ceci s'explique par le fait que les rentes faisant l'objet d'une prise en charge par l'État disparaissent peu à peu de l'actif des organismes débirentiers, dans la mesure où les rentes nouvellement constituées ne sont pas concernées par le mécanisme de majoration et où les rentes existantes disparaissent au décès de leur bénéficiaire.

Évolution du coût prévisionnel du remboursement par l'État des majorations

(en millions d'euros)



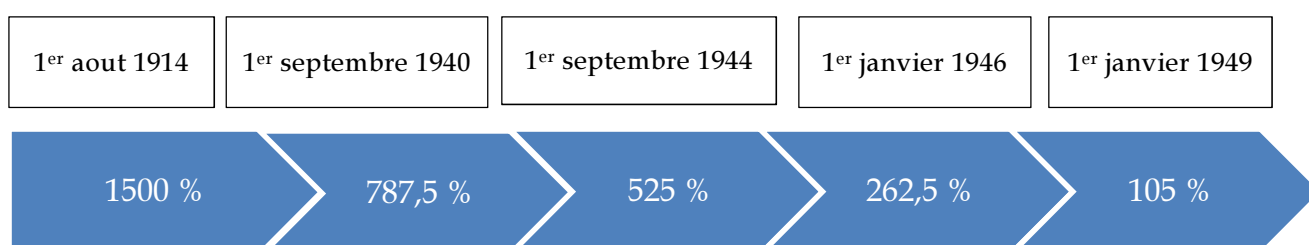
Source : commission des finances du Sénat, à partir des documents budgétaires

Le programme 168 « Majoration de rentes viagères » est généralement doté conformément aux besoins. En effet, sont remboursées en année N les majorations versées par les organismes en années N-1. Il ne s'agit donc pas d'une prévision sur l'avenir, mais d'une constatation des rentes versées l'année précédente.

B. UN REMBOURSEMENT DES MAJORATIONS PROGRESSIVEMENT RÉDUIT ET DIFFÉRENCIÉ SELON LES TITRES DÉTENUS PAR LES ORGANISMES DÉBIRENTIERS

Le montant des majorations versées aux rentiers est précisé dans loi n° 49-1098 du 2 août 1949 portant révision de certaines rentes viagères constituées par les compagnies d'assurances, par la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse ou par des particuliers moyennant l'aliénation de capitaux en espèces.

Montant de la compensation versée par les organismes débirentiers aux rentiers selon la date de conclusion du contrat



Source : Commission des finances du Sénat d'après la loi n° 49-1098 du 2 août 1949 portant révision de certaines rentes viagères constituées par les compagnies d'assurances, par la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse ou par des particuliers moyennant l'aliénation de capitaux en espèces.

Pour chacune des périodes de contractualisation considérée, la majoration retenue est appliquée également pour « les rentes différées dont la prime unique ou la totalité des primes périodiques a été versées avant »¹ la date en question.

Ces majorations sont dues aux rentiers par les organismes débirentiers.

L'État compense aux organismes débirentiers une partie de cette majoration, dans les conditions prévues dans le décret n° 70-104 du 30 janvier 1970.

¹ Loi n° 49-1098 du 2 août 1949 portant révision de certaines rentes viagères constituées par les compagnies d'assurances, par la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse ou par des particuliers moyennant l'aliénation de capitaux en espèces.

Part de la majoration remboursée par l'État

| | Rentes souscrites ou adhésion reçues avant le 1 ^{er} janvier 1977 | Rentes souscrites ou adhésion reçues après le 1 ^{er} janvier 1977 |
|---|--|--|
| Rentes servies par la caisse nationale de prévoyance | 97 % | 10 % |
| Rentes servies par les caisses autonomes mutualistes | 97 % | 10 % |
| Rentes servies par les sociétés d'assurances sur la vie | 80 % | 10 % |

Source : commission des finances du Sénat, à partir du décret n° 70-104 du 30 janvier 1970 fixant les modalités d'application des majorations de rentes viagères de la caisse nationale de prévoyance, des caisses autonomes mutualistes et des compagnies d'assurances

Ainsi, l'État remboursait initialement entre 80 % et 97 % du coût de la mesure aux organismes débirentiers. Actuellement, cette part varie entre 10 % et 97 %, en fonction de la date de conclusion du contrat.

Cette diminution s'explique par la progressive diminution du stock de dettes contractées avant le 1^{er} janvier 1977, qui sont les plus largement majorées et dont la majoration est la plus largement remboursée par l'État.

Ceci explique que le coût de la mesure soit en diminution constante : les rentes les plus majorées et dont les majorations sont les plus largement couvertes par l'État tendent à disparaître en premier.

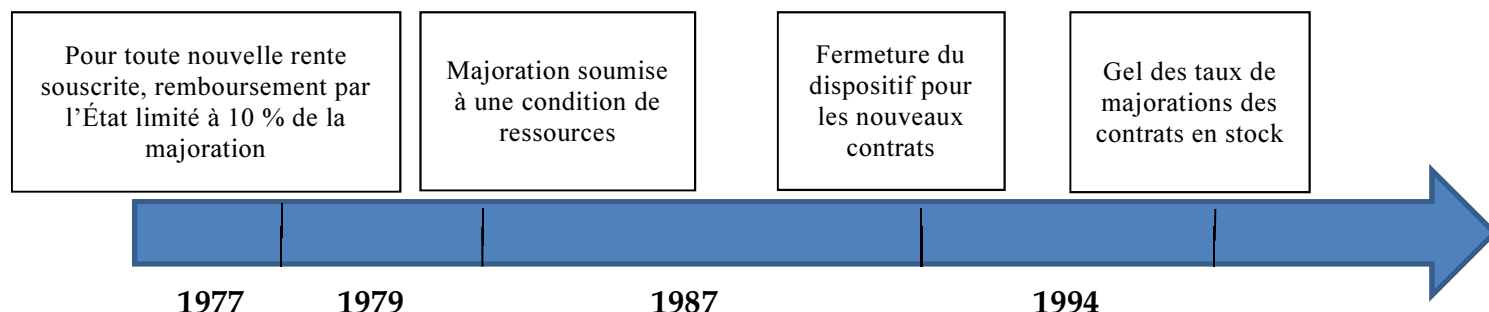
En outre, différentes mesures ont été progressivement adoptées, dans le sens d'une limitation des majorations, impliquant par conséquent une diminution en valeur des remboursements versés par l'État. Tout d'abord, à partir du 1^{er} janvier 1979, le droit à la majoration est soumis à une condition de ressources¹. Depuis le 1^{er} janvier 1987, le dispositif est fermé² : cela signifie qu'il est restreint aux rentes souscrites avant cette date. Enfin, depuis 1994, les taux de majoration ont été gelés, et ne sont donc plus revalorisés sur l'inflation³.

¹ Article 45 de la loi de finances pour 1979.

² Article 43 de la loi de finances pour 1988.

³ Article 81 de la loi de finances pour 1995.

Récapitulatif des mesures limitant le montant des remboursements par l'État



Source : Commission des finances du Sénat à partir des textes de lois

Ainsi, le dispositif étant désormais fermé aux nouvelles rentes et les remboursements étant en diminution constante, ce poste de dépenses de l'État est amené à disparaître d'ici une vingtaine d'années¹, une fois que les rentes constituées avant le 1^{er} janvier 1987 auront disparu du stock d'actifs des organismes débirentiers.

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

A. LA SUPPRESSION DE LA PRISE EN CHARGE PAR L'ÉTAT D'UNE PARTIE DES MAJORATIONS DE RENTES VIAGÈRES

Le Gouvernement propose de supprimer la participation de l'État à la majoration légale des rentes. La majoration versée aux rentiers subsisterait, afin de ne pas les pénaliser.

Cette proposition revient à **accélérer la disparition de ce dispositif**.

Deux principales justifications sont avancées par le Gouvernement.

D'une part, le contexte économique actuel, caractérisé par une faible inflation, ne fonderait plus un remboursement par l'État des majorations indexées sur l'inflation.

D'autre part, selon le Gouvernement, le dispositif provoque des situations d'inégalités entre les organismes débirentiers, qui bénéficient de niveaux de remboursement hétérogènes.

À cette fin, le Gouvernement propose de supprimer dans la loi n° 49-1098 du 2 août 1949 la mention du « *remboursement par un fond géré par la Caisse des dépôts et consignations et alimenté par le budget de l'État* ».

¹ Référé de la Cour des Comptes sur la prise en charge par le budget de l'État (programme 168) d'une partie des majorations de rentes, 21 juillet 2017.

Par ailleurs, la loi n° 83-1179 du 29 décembre 1983 de finances pour 1984 traite aussi le cas « *des dépenses résultants des majorations éventuelles de l'ensemble des rentes souscrites auprès de la Caisse nationale de prévoyance, des caisses autonomes mutualistes et des compagnies d'assurance* »

Certaines rentes ne sont pas concernées par la suppression du dispositif : il s'agit des rentes allouées amiablement ou judiciairement en réparation d'un préjudice et de celles allouées en réparation du préjudice causé par un véhicule terrestre à moteur.

Afin d'éviter que la mesure n'ait un effet rétroactif, le Gouvernement propose que **la suppression effective du dispositif n'intervienne que dans le courant de l'année 2018.**

En effet, afin de couvrir les majorations des rentes versées en 2017 par les organismes débirentiers, **un dernier versement aurait lieu le 30 juin 2018, pour un total prévisionnel de 142 millions d'euros.**

B. LES ÉCONOMIES ATTENDUES DE LA SUPPRESSION DU DISPOSITIF

En raison du décalage entre l'entrée en vigueur du dispositif et la date d'application effective, **les économies ne débuteront qu'en 2019** et le coût prévisionnel de la prise en charge par l'État des majorations de rentes s'élève à 142 millions d'euros pour 2018.

En 2019, l'économie réalisée par la suppression de ce dispositif serait, d'après le Gouvernement, de 138 millions d'euros.

Selon le Gouvernement, « *le montant de cette économie serait décroissant dans le temps en raison de l'attrition du nombre des bénéficiaires et s'élèverait, au total, à 1,5 milliard d'euros à horizon 2056* ».

Ce calcul est effectué en prenant en compte le stock de remboursement restant entre 2019 et 2056. Ainsi, en moyenne, et selon les prévisions du Gouvernement, l'économie devrait être équivalente à 40,5 millions d'euros par an environ, entre 2019 et 2056.

Récapitulatif des économies prévues par le Gouvernement du fait de la suppression du dispositif

(en millions d'euros)

| | |
|---|---------|
| Économie à court terme (pour l'année 2019) | 138,0 |
| Économie à long terme (à horizon 2056) | 1 500,0 |
| Économie moyenne par an la période considérée | 40,5 |

Source : commission des finances du Sénat à partir des évaluations préalables fournies par le Gouvernement

*

Le présent article a été adopté sans modification par l'Assemblée nationale.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

A. UNE SUPPRESSION DU DISPOSITIF JUSTIFIÉE PRINCIPALEMENT PAR LA RECHERCHE D'ÉCONOMIES

L'argument du Gouvernement portant sur le faible niveau d'inflation, qui rendrait injustifié le remboursement de la majoration aux organismes débirentiers, semble peu opérant. En effet, depuis 1994 la majoration est déconnectée du taux d'inflation¹. **Ainsi, le montant de la majoration versée par les organismes débirentiers ne varie pas avec l'inflation, mais est stable depuis cette date.** Le ralentissement de l'inflation ou son maintien à un niveau faible ne diminuent donc pas la charge pesant sur les organismes débirentiers.

Il s'agit donc avant tout d'une **mesure de rendement**, permettant à l'État de dégager des économies à partir de 2019.

Il convient cependant de noter que **les économies attendues au titre de la suppression du dispositif seront partiellement annulées par l'impact de la réforme sur les recettes fiscales.** En effet, cette charge pesant désormais sur les organismes débirentiers, ces derniers verront leur résultat diminuer². Par conséquent, leur contribution aux recettes d'impôt sur les sociétés diminuera également. Selon la Cour des Comptes, **l'impact fiscal de**

¹ Article 81 de la loi de finances pour 1995.

² « En application des règles comptables, les assureurs et les mutuelles devraient être amenées à provisionner totalement dans leurs comptes le montant des majorations à verser aux crédirentiers sur les années à venir, alors qu'ils ne provisionnaient que partiellement ces montants jusqu'à présent. Ces dotations aux provisions seront comptabilisées comme des charges, qui réduiront leur résultat financier 2017, avec un impact sur la recette d'impôt sur les sociétés perçue par l'État » (source : réponse du Gouvernement à votre rapporteur spécial).

cette suppression serait de 250 millions d'euros¹. Cependant, ce chiffrage n'a pas été confirmé par le Gouvernement, qui ne présente aucune évaluation de l'incidence de cette réforme sur les recettes d'impôt sur les sociétés dans les évaluations préalables, ni dans le projet annuel de performances proposées par le Gouvernement et a indiqué en réponse à votre commission que *« l'impact sur la recette d'impôts sur les sociétés ne peut être prévu avec précision »*.

B. UN IMPACT INÉGAL SELON LES ORGANISMES DÉBIRENTIERS CONCERNÉS

De plus, le coût des majorations à partir de 2019, prévu à 138 millions d'euros pour cette année, sera entièrement couvert par les organismes débirentiers. En effet, la suppression du dispositif de participation financière de l'État aux majorations de rentes laissera aux 39 organismes débirentiers (29 assurances et 10 mutuelles) la prise en charge intégrale du coût des majorations versées aux crédirentiers.

D'après les réponses du Gouvernement à votre rapporteur spécial, cette somme se répartit entre 8,7 millions d'euros pour les mutuelles, soit 6 % de la dépense totale, et 134,7 millions d'euros pour les assurances.

La charge sera fortement concentrée sur quelques organismes : les quatre principaux bénéficiaires actuels représentent ensemble près de 70 % de la dépense de l'État.

Dans son référé précité, la Cour des Comptes estime que *« la situation actuelle des finances publiques ne justifie plus de continuer à accorder à ces entreprises un allègement de charges qu'elles sont en mesure de supporter sans mettre en péril leur équilibre financier ou les droits des crédirentiers »*.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article sans modification.

¹ Référé de la Cour des Comptes sur la prise en charge par le budget de l'État (programme 168) d'une partie des majorations de rentes, 21 juillet 2017.

*ARTICLE 55 bis (nouveau)***Rapport d'évaluation de l'impact de la suppression de la prime d'État pour les nouveaux plans d'épargne logement et comptes épargne logement**

Commentaire : le présent article prévoit la remise d'un rapport au Parlement, avant le 1^{er} septembre 2018, analysant l'impact budgétaire et économique de la suppression de la prime d'État pour les nouveaux plans d'épargne-logement et comptes épargne-logement.

I. LE DROIT EXISTANT

L'épargne logement (comptes épargne logement ou CEL et plans d'épargne logement ou PEL) est exonérée d'impôt sur le revenu sous condition de durée de détention (mais pas de prélèvements sociaux) et peut donner lieu au versement d'une prime par l'État dont le montant est plafonné et calculé en fonction des intérêts acquis pendant la phase d'épargne.

L'épargne logement

Les produits d'épargne-logement sont le compte épargne-logement (CEL) et le plan d'épargne-logement (PEL). Ils donnent à leur détenteur le droit à l'octroi d'un prêt épargne-logement dont les caractéristiques sont déterminées dès l'ouverture du CEL ou du PEL, notamment le taux pour le PEL et le montant du prêt qui varie en fonction des intérêts acquis.

Ces deux produits permettent également d'obtenir, sous certaines conditions (notamment la souscription d'un prêt épargne-logement, à l'exception des plans ouverts avant le 12 décembre 2002), une prime versée par l'État dont le montant est plafonné et calculé en fonction des intérêts acquis pendant la phase d'épargne. La principale différence entre un CEL et un PEL réside dans le degré de liquidité : les dépôts d'un PEL sont bloqués pendant quatre ans minimum et le seul retrait possible est celui de l'intégralité des fonds déposés; s'agissant d'un CEL, qui est sans limitation de durée, les retraits peuvent être partiels.

Ces produits permettent aux ménages de se constituer un apport personnel en vue d'emprunter. Le CEL est plutôt destiné au financement de petites opérations (travaux d'amélioration, achat de matériel), tandis que le PEL cible des investissements plus importants (achat de logement, rénovation de l'habitat ou réhabilitation).

Par ailleurs, les dépôts d'épargne-logement constituent pour les établissements bancaires distributeurs de ces produits, une ressource stable et importante sur laquelle s'appuie notamment leur gestion actif-passif.

La dépense budgétaire est déclenchée par la clôture des PEL et la mobilisation des CEL, sous réserve de la souscription d'un prêt épargne-logement pour les CEL et pour les PEL ouverts après le 12 décembre 2002. La dépense n'est pas directement maîtrisable dans la mesure où elle dépend des droits à prime acquis pendant la phase d'épargne dans les conditions définies à l'ouverture du plan ou du compte, et de la décision de l'épargnant qui peut être influencée par de nombreux facteurs (évolution du marché immobilier et des taux d'intérêt des prêts de droit commun, arbitrage avec d'autres produits d'épargne, évolution de la réglementation...).

Source : projet annuel de performances de la mission « engagements financiers de l'État », programme 145 « Épargne », action 01 « Épargne logement »

Les crédits ouverts pour couvrir les primes sont retracés dans le programme 145 « Épargne » de la mission « Engagements financiers de l'État ». La dépense est évaluée à 148,9 millions d'euros (en AE=CP) pour 2018.

L'article 11 du présent projet de loi de finances prévoit l'abrogation du régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement pour les contrats ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018. La prime de l'État serait supprimée et le taux d'imposition serait celui du prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital, soit 12,8 % d'impôt sur le revenu (30 % y compris prélèvements sociaux, après hausse de la contribution sociale généralisée de 1,7 point prévue dans le projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2018).

La gestion extinctive des primes d'épargne logement devrait, selon le Gouvernement, prendre encore plusieurs années : le montant des charges pour provisions inscrit dans le compte général de l'État au titre du stock des primes PEL pour les contrats avant 2002 ressortait, fin 2016, à 1,5 milliard d'euros – encore ce montant n'inclut-il pas les primes des contrats souscrits entre 2002 et 2018.

II. LE DISPOSITIF ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Le présent article, adopté sur avis favorable du Gouvernement à l'initiative de nos collègues rapporteuses spéciales Dominique David et Bénédicte Peyrol¹, prévoit que le Gouvernement remet au Parlement un rapport « *analysant l'impact budgétaire et économique de la suppression de la prime d'État pour les nouveaux plans d'épargne-logement et comptes épargne-logement* » avant le 1^{er} septembre 2018.

¹ Amendement n° 1867.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Cette mesure d'information du Parlement apparaît utile : la suppression des avantages fiscaux de l'épargne logement est une réforme d'ampleur dont l'incidence doit faire l'objet d'une évaluation par le Gouvernement.

Cependant, le dispositif adopté par l'Assemblée nationale limite le champ du rapport à la question de la suppression de la prime de l'État, alors que ce sont aussi les taux d'imposition qui sont modifiés.

Votre commission propose donc de modifier cet article pour que le rapport porte sur toute la réforme du régime fiscal de l'épargne logement.

Décision de la commission : votre commission vous propose d'adopter cet article ainsi modifié.

**AMENDEMENT PROPOSÉ
PAR LA COMMISSION DES FINANCES**



PROJET DE LOI DE FINANCES
ARTICLES DE SECONDE PARTIE
MISSION ENGAGEMENTS FINANCIERS DE
L'ÉTAT

| | |
|----|---|
| N° | 1 |
|----|---|

A M E N D E M E N T

présenté par

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial au nom de la commission des
finances

ARTICLE 55 BIS

Remplacer les mots :

de la prime d'État

par les mots :

du régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement

OBJET

Cet amendement vise à élargir le champ du rapport demandé au Gouvernement afin qu'il ne se limite pas à la seule incidence de la suppression de la prime d'État mais porte, plus largement, sur la suppression du régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement.

En effet, l'article 55 *bis*, prévoit que le Gouvernement remet au Parlement un rapport « *analysant l'impact budgétaire et économique de la suppression de la prime d'État pour les nouveaux plans d'épargne-logement et comptes épargne-logement* » avant le 1^{er} septembre 2018.

Cette mesure d'information du Parlement apparaît utile : la suppression des avantages fiscaux de l'épargne logement est une réforme d'ampleur dont l'incidence doit faire l'objet d'une évaluation par le Gouvernement.

Cependant, le dispositif adopté par l'Assemblée nationale limite le champ du rapport à la question de la suppression de la prime de l'État, alors que ce sont aussi les taux d'imposition qui sont modifiés.

Il s'agit donc de prévoir que le rapport porte sur la totalité de la réforme du régime fiscal de l'épargne logement.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mercredi 22 novembre 2017, sous la présidence de M. Vincent Éblé, président, la commission des finances a examiné le rapport de Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial, sur la mission « Engagements financiers de l'État », le compte d'affectation spéciale « Participation de la France au désendettement de la Grèce » et les comptes de concours financiers « Avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » et « Accords monétaires internationaux » (et articles 55 et 55 *bis*).

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. – Comme vous le savez, la mission « Engagements financiers de l'État » recouvre essentiellement les crédits alloués au paiement de la charge de la dette. Les intérêts de notre dette représentent plus de 99 % des crédits dont je suis le rapporteur.

Je commencerai donc en évoquant la part de la mission qui pèse, et de loin, le plus lourdement sur les finances publiques : la charge d'intérêts de la dette de l'État.

Elle devrait s'élever à 40,24 milliards d'euros en 2018, soit une légère diminution, de l'ordre de 1 %, entre 2017 et 2018. Cette baisse ne résulte pas de notre vertu budgétaire et elle tient, comme les années précédentes, à la faiblesse des taux d'intérêt, qui réduit mécaniquement la charge de la dette alors même que notre endettement continue de progresser : la dette de l'État devrait représenter 1 752,8 milliards d'euros en 2018, soit 4,5 % de plus qu'en 2017.

Je ne m'étendrai pas outre mesure sur le détail des évolutions de crédits. En revanche, je tiens à rappeler d'emblée que la charge de la dette fait l'objet de crédits évaluatifs et non pas limitatifs. Nous ne votons donc pas des plafonds de crédits juridiquement contraignants mais de simples prévisions. Pourquoi ces crédits sont-ils évaluatifs ? Tout simplement parce qu'il s'agit de dépenses « obligatoires », qui ne sont pas pilotables à court terme par l'État. Le Gouvernement est tenu juridiquement de rembourser ses créanciers.

Cette caractéristique n'est pas seulement un détail technique. Elle emporte des conséquences concrètes et je crois que sur ce type de dépenses, les parlementaires ont un rôle essentiel à jouer : nous devons identifier et surveiller les risques qui pèsent sur la crédibilité de la prévision de dépenses présentée au Parlement. Il ne s'agit pas seulement de prendre acte des estimations du Gouvernement, mais de comprendre les facteurs susceptibles de les faire évoluer.

La Cour des comptes, par la voix d'Alain Lambert et de son Premier président, Didier Migaud, a beaucoup regretté le caractère évaluatif de ces crédits, estimant que le Parlement siège suffisamment pour voter, si nécessaire, un relèvement du plafond. Ces crédits constituent une sorte de « réserve » de dépenses. Une révision de la loi organique relative aux lois de finances devrait sans doute intégrer une réflexion sur ce point.

J'en viens aux quatre principaux risques qui pourraient conduire à revoir à la hausse la charge de la dette pour 2018.

Le premier est lié aux engagements hors bilan de l'État, soit l'ensemble de ses obligations potentielles. Ces engagements hors bilan reflètent des niveaux de risque très divers et leur contrôle par le Parlement est variable.

Trois grands ensembles se dégagent : les engagements pris dans le cadre d'accords bien définis - par exemple les garanties accordées à certains acteurs économiques - qui s'élevaient à 1 000,6 milliards d'euros en 2015 ; les engagements découlant de la mission de régulateur économique et social de l'État, pour 481,5 milliards d'euros ; les engagements de retraites de l'État, enfin, qui représentent, avec 1 723 milliards d'euros, plus de la moitié du total des engagements hors bilan.

Ces engagements ont globalement augmenté ces dernières années. Si tous les engagements hors bilan n'ont pas vocation à se traduire par des dépenses, il s'agit néanmoins d'un risque qui pèse bel et bien sur le niveau de la dette.

Le deuxième risque tient à la possibilité d'une remontée des taux. La politique monétaire accommodante de la banque centrale européenne et de la Réserve fédérale américaine, l'inflation très faible, la « fuite vers la qualité » des investisseurs sont autant de facteurs qui ont contribué, ces dernières années, à ramener et à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement faibles. À court terme, les taux sont même négatifs. C'est inédit ! Dans son rapport sur l'endettement souverain, l'OCDE souligne d'ailleurs le caractère exceptionnel de la situation actuelle.

Mais cette exception ne se prolongera pas indéfiniment. Une remontée progressive des taux devrait intervenir sur les prochaines années, et il faudrait s'y préparer, ce qui n'est pas, semble-t-il, dans l'air du temps.

Avec la hausse des taux, la charge de la dette progressera - et d'autant plus vite la maturité moyenne de la dette française n'est pas extrêmement élevée par comparaison à d'autres pays : elle s'élève à environ sept ans et demi en France, contre quatorze ans au Royaume-Uni, par exemple. D'après les simulations de l'Agence France Trésor, le coût cumulé d'une hausse d'un point de pourcentage serait de 14,1 milliards d'euros après seulement trois ans et de 34,5 milliards d'euros, après cinq ans.

J'en arrive au troisième risque, le risque de notation. La France se trouve en permanence sous le regard scrutateur des agences de notation. J'ai tenu à m'y pencher de près, car la perception par les investisseurs de la qualité de la dette souveraine peut être fortement influencée par cette notation. Mon rapport précise les modalités du travail de Moody's, et les critères retenus par cette agence pour forger son appréciation. Cela mérite que l'on s'y attache. Les annonces budgétaires ou en matière de politique de l'emploi, le respect des engagements européens sont autant de clignotants surveillés de près – surtout quand on ne s'y tient pas...

Les politiques sectorielles ont également un impact sur notre notation : par exemple, la question de la formation est cruciale, car les agences estiment qu'elle aura un impact sur l'emploi, donc sur la qualité de l'économie française. La note de la dette française dépend donc pour partie des orientations des politiques publiques sectorielles, qui sont traduites dans chacune des missions budgétaires que nous examinons.

Quatrième et dernier risque, enfin, le risque prudentiel. Les dettes des États souverains font l'objet d'un traitement particulièrement favorable dans le bilan des banques et des assurances. Ce traitement prudentiel, qui résulte des règles fixées par le comité de Bâle, encourage les établissements bancaires et les assurances à détenir d'importants volumes de titres souverains, ce qui aide à maintenir de bonnes conditions de financement pour les États.

Mais la crise des dettes souveraines a bien montré que les titres de dette des États n'étaient pas toujours aussi solides qu'on le pensait. Surtout, ces règles conduisent à renforcer l'interdépendance entre l'émetteur souverain et les banques, ce qui signifie qu'une crise qui toucherait les banques se répercuterait très fortement sur l'État – et vice versa. Il est donc possible de voir moduler le traitement prudentiel des titres souverains, afin de mieux apprécier le risque réel lié à une obligation d'État et de cesser de vivre dans la fiction que tous les États rembourseront toujours leur dette. La redéfinition du traitement prudentiel de la dette souveraine pourrait entraîner une recomposition profonde des conditions de financement des États : c'est un risque qui ne doit pas être négligé. À court terme, un renchérissement de la dette de l'État est possible.

Tous ces risques sont d'autant plus préoccupants que notre niveau d'endettement est très élevé. Notre stock de dette a augmenté de façon quasiment continue depuis quarante ans, passant de 15 % du PIB en 1974 à 96,3 % en 2016 – contre 68,3 % pour l'Allemagne.

Le niveau de la dette publique française est un problème évident pour la France, mais c'est aussi un problème pour l'Europe : nous ne respectons pas les critères de Maastricht. Une telle différence d'endettement entre les principales économies de la zone euro n'est pas tenable. Sans jouer les oiseaux de mauvais augure, nous avons atteint un seuil limite.

Le Gouvernement annonce une légère baisse du poids de la dette dans le PIB, avec une diminution prévisionnelle de cinq points de PIB sur le quinquennat. C'est mieux que rien mais à ce compte, il nous faudra cinq quinquennats pour rejoindre le niveau de la dette allemande... Au niveau national, les solutions apportées ne sont donc pas à la hauteur des enjeux.

Au niveau européen, pour l'heure, ce n'est guère mieux. L'approche de la dette publique est largement comptable : des plafonds sont fixés ; ces plafonds ne sont pas respectés ; la Commission tape sur les doigts des États fautifs, mais en vain.

Je pense donc qu'il faut réfléchir dès maintenant à des solutions innovantes, non conventionnelles, permettant un désendettement plus rapide des États européens les plus endettés, dont la France. Trois pistes principales me paraissent intéressantes.

Première piste : un ou plusieurs fonds sectoriels abondés par les États membres qui refinanceraient certaines dettes de façon mutualisée – c'est la proposition mise en avant par Thierry Breton, avec lequel je me suis entretenue, et qui pourrait s'appliquer à d'autres domaines que la sécurité et la défense : l'énergie, l'agriculture, ...

Deuxième piste : la création d'emprunts mutualisés au niveau de la zone euro, par exemple à travers des titres synthétiques adossés à un portefeuille de titres souverains de différents États membres.

Troisième piste : la participation du mécanisme européen de stabilité (MES) au paiement des intérêts des dettes des États les plus fortement endettés en contrepartie d'un engagement durable et crédible dans un processus de redressement de ses finances publiques.

Il me paraît urgent d'ouvrir le débat : pour protéger tant les finances publiques françaises que la solidité de la zone euro, la dette publique doit devenir un enjeu européen de premier plan.

J'en viens au Fonds de soutien aux collectivités territoriales ayant souscrit des emprunts toxiques – Claude Raynal ici présent connaît très bien le dossier et pourrait nous parler de ceux que recommandait Dexia. Je crois qu'il faut se poser la question de la réouverture du fonds, qui n'accepte plus de nouveaux dossiers depuis avril 2015.

Avec la réforme territoriale, qui a redessiné le périmètre de certaines collectivités territoriales, et le renouvellement des exécutifs locaux, certaines collectivités pourraient se voir pénalisées par des prêts toxiques contractés antérieurement, ainsi que cela a été évoqué lors de mes auditions.

J'en viens, enfin, aux deux articles rattachés cette année à la mission « Engagements financiers de l'État ».

L'article 55 concerne les majorations de rentes viagères. Il s'agit de supprimer la participation de l'État au paiement de ces majorations et donc de laisser les organismes d'assurance porter l'intégralité du coût. L'objectif est clair : réduire les dépenses de l'État. L'économie serait limitée à 138 millions d'euros en 2019 mais atteindrait 1,5 milliard d'euros cumulés sur trente ans.

La suppression de la participation de l'État ne me paraît pas de nature à menacer les organismes débirentiers de faillite et elle contribue à l'équilibre des finances publiques. Je vous propose donc l'adoption sans modification de cet article.

L'article 55 *bis*, qui a été adopté par nos collègues députés, est lié à la réforme du prélèvement forfaitaire unique prévue à l'article 11 du projet de loi de finances. En effet, dans le cadre de cette réforme, le régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement est totalement supprimé pour les plans épargne logement et les comptes épargne logement à partir du 1^{er} janvier 2018. L'article prévoit la remise d'un rapport « analysant l'impact budgétaire et économique de la suppression de la prime d'État pour les nouveaux plans d'épargne-logement et comptes épargne-logement » avant le 1^{er} septembre 2018.

Cette mesure d'information du Parlement me paraît utile. La suppression des avantages fiscaux de l'épargne logement est une réforme d'ampleur qui doit être évaluée. Cependant, le dispositif adopté par l'Assemblée nationale limite le champ du rapport à la question de la suppression de la prime de l'État, alors que ce sont aussi les taux d'imposition qui sont modifiés.

Je vous propose donc d'amender cet article pour que le rapport porte sur toute la réforme du régime fiscal de l'épargne logement.

Au total, je vous propose l'adoption des crédits de la mission et des comptes spéciaux, l'adoption sans modification de l'article 55 et l'adoption de l'article 55 *bis* tel que modifié par mon amendement.

Voilà, mes chers collègues, les éléments que je voulais porter à votre connaissance sur cette mission qui n'est pas très excitante mais dont les enjeux sont très significatifs.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général. – Il s'agit là d'une mission à fort enjeu, puisqu'elle représente, après l'Éducation nationale, le deuxième poste de dépense de l'État. Au cours du dernier quinquennat, on a assisté à un phénomène paradoxal : la dette n'a jamais été aussi élevée et pourtant, son coût a diminué. Voilà pourquoi j'ai coutume de dire que le meilleur ami de François Hollande, « c'est la finance » !

Cependant, le risque est réel : en cas de hausse des taux d'intérêts, le poids de la dette deviendrait insupportable. Il ne s'agit pas de crier au loup, mais la hausse des taux américains et la fin de la politique d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne appellent à la vigilance.

Comme je l'ai rappelé lors des débats sur la première partie du projet de loi de finances et lors du débat d'orientation des finances publiques, la France est le seul pays qui ne se désendette pas, alors que les pays du sud de l'Europe, l'Espagne, le Portugal et même la Grèce ont engagé l'effort. Le redressement sera long, mais il est plus que temps de s'engager à notre tour dans la voie d'une réduction de la dette, seul moyen de nous prémunir contre une remontée des taux.

M. Éric Bocquet. – La dette est un sujet central, clef de voûte de toutes les politiques développées en Europe et dans le monde. Regardons-le de près et vérifions les chiffres : la dette devrait augmenter de 76 milliards d'euros en 2018, passant de 1 677 milliards d'euros à 1752 milliards d'euros. Le Gouvernement réemprunterait plus de 200 milliards d'euros en 2018 à la fois pour financer le déficit budgétaire et amortir la dette « ancienne » qui arrive à échéance. Il a racheté de la dette ancienne, puisque nous devons emprunter initialement 195 milliards d'euros. Il y a quelques semaines, j'ai lu dans les *Échos* – je lis parfois cet excellent journal, ainsi que les pages saumon du *Figaro*, avec délectation, pour connaître l'état de santé du système libéral ! – que 195 milliards d'euros d'emprunt étaient prévus pour 2018. Vous évoquez aujourd'hui un besoin de financement de 203 milliards d'euros. Maîtrise-t-on l'évolution du besoin de financement de l'État ?

Il y a quelques semaines, la Banque centrale européenne (BCE) annonçait qu'elle avait réalisé 8 milliards d'euros de bénéfice pour le rachat des titres de la dette grecque depuis 2010, et le FMI 2,5 milliards d'euros. Cette somme devait revenir aux banques centrales, mais le processus est bloqué depuis 2014. Pour quelles raisons ?

Pourquoi la loi interdit-elle de divulguer la liste des détenteurs de la dette française ? Deux-tiers de cette dette est détenue par des étrangers, ce qui en soi n'est pas un problème, mais il serait intéressant de connaître l'identité précise des détenteurs de notre dette.

Quelle prise le Parlement a-t-il réellement sur la dette ? Comme Nathalie Goulet l'a souligné, les crédits sont évaluatifs et non limitatifs, et nous votons de simples prévisions. Une question démocratique se pose. Est-il crédible de vouloir absolument résorber la dette, alors que nous ne fixons même plus d'échéance à notre désendettement complet ? Dans deux siècles, peut-être, notre dette sera revenue à zéro !

M. Claude Raynal. – Comme souvent, vous comparez la situation de la France à celle de l'Allemagne. J'aurais souhaité qu'on complétât ce parallèle : la dette représentait 96,3 % du PIB français en 2016, contre 63,8 % pour l'Allemagne. Mais un rappel historique s'impose : après la crise de

2008, le déficit public français s'élevait à 5,2 % en 2012, alors qu'il était nul en Allemagne. Cela explique les différences de dette !

Vous écrivez que « l'amortissement des titres de dettes contractés au plus fort de la crise économique pèsera fortement sur le programme d'émissions des années à venir ». Nous avons massivement emprunté en 2008-2009, mais il me semble que la maturité de ces emprunts était de sept ans. En 2015, les titres ont été renégociés. Nous avons reçu l'agence France Trésor, qui a refinancé la dette arrivant à échéance pour profiter des taux extrêmement bas et rallonger la dette. Actuellement, la maturité des prêts doit être d'environ dix ans ; ce sujet est-il donc derrière nous ?

Selon vous, la censure intégrale de la contribution de 3 % sur les dividendes par le Conseil constitutionnel « fait peser une charge budgétaire supplémentaire » qui « devrait être financée par un surcroît d'endettement » sur un an. À quoi cela correspond-il exactement ? À ma connaissance, une charge budgétaire de 5 milliards d'euros est prévue en 2017. Pour les cinq autres milliards d'euros, les entreprises paieront une taxe supplémentaire.

Concernant le coût d'une hausse des taux d'intérêt, évoquez l'incidence annuelle plutôt qu'en coût cumulé pour éviter de se faire peur, même si c'est un vrai sujet. Examinons-le sereinement.

Concernant les mesures de désendettement non conventionnelles, pour les deux premières pistes, je souhaite bonne chance aux négociateurs pour que les Allemands acceptent ne serait-ce que d'en parler... Votre troisième proposition relative à l'utilisation temporaire du mécanisme européen de stabilité (MES) est en revanche une solution bien plus crédible.

Vous m'avez sollicité sur le Fonds de soutien aux collectivités territoriales, dont je préside le comité d'orientation. Avant d'évoquer de nouvelles ressources budgétaires, il subsiste un reliquat d'1,5 milliard d'euros. Cette opération a été très bien gérée par Bercy. Près d'1,1 milliard d'euros a été utilisé. Il reste environ 400 millions d'euros disponibles si l'on souhaite rouvrir le fonds sans avoir besoin de mobiliser de nouvelles ressources. Au Gouvernement de décider s'il souhaite cette réouverture.

M. Marc Laménie. – Pour gérer la charge de la dette, soit 40,24 milliards d'euros en masse annuelle, et une dette en progression qui atteint 1 752 milliards d'euros, les moyens humains de l'agence France Trésor sont-ils suffisants ? Elle ne rassemble qu'une quarantaine de personnes, qui supportent de très lourdes responsabilités.

Quelles pistes peuvent être trouvées pour la réduction et la renégociation de la dette, au-delà des rachats annuels ?

M. Vincent Delahaye. – La dette est un sujet majeur pour nos finances publiques. Je m'interroge sur les solutions miracles que constitueraient le MES et les financements d'autres États. Je suis dubitatif sur le fait de solliciter l'Europe. La réduction de la dette ne passera que par une

réduction du déficit de l'État. Il faut s'y attaquer plus fortement, seul moyen de retrouver de l'indépendance par rapport à nos créanciers étrangers. Je rejoins l'avis d'Éric Bocquet, qui a de bonnes lectures...

M. Yvon Collin. – Il file un mauvais coton !

M. Vincent Delahaye. – Pourquoi refuse-t-on de nous donner les noms des financeurs de la dette ?

Combien a coûté, à la France, le refinancement de la dette grecque ? Peut-on espérer un retour sur le bénéfice fait par la BCE ?

M. Yvon Collin. – Ce rapport torride, plutôt anxiogène, sur un sujet toujours délicat, décrit très bien les risques.

Concernant le risque prudentiel, les règles prudentielles pour les banques et les assurances sont déjà rigides. Le Comité de Bâle a-t-il prévu de nouvelles règles prudentielles alourdissant l'obligation de fonds propres ? Se réunira-t-il prochainement ? Le secteur bancaire est inquiet.

M. Philippe Adnot. – Les partenariats public-privé (PPP) sont-ils comptabilisés dans les engagements hors bilan ? Ils constituent une dette certaine.

Que des collectivités ne découvrent que maintenant qu'elles avaient des emprunts toxiques me laisse sceptique : les banques et les contrôleurs financiers le savaient ! Ce n'est pas parce que deux collectivités fusionnent et que l'une a des emprunts toxiques qu'il faut rouvrir le fonds et augmenter la taxe sur le secteur bancaire pour financer la réouverture. Je suis contre toute augmentation des prélèvements fiscaux ; que chacun assume ses responsabilités.

- Présidence de M. Charles Guené, vice-président -

M. Sébastien Meurant. – Le dernier budget de l'État voté en équilibre date de 1974. Pour réduire la dette, il faut emprunter moins que ce que l'on rembourse et rétablir le solde primaire du budget de la Nation. Il y a deux façons d'asservir les peuples : par la guerre et par la dette. Nous sommes les derniers de la classe européenne. Ce dossier est brûlant. Si comme il y a quelques années, les taux étaient bien supérieurs, la situation serait dramatique.

Pourquoi la maturité de la dette anglaise est de quatorze ans, et la France de sept ? Est-ce un choix ? Comment les autres grands pays européens gèrent-ils la dette ? Faisons un effort de pédagogie auprès des Français. Nous ne sommes pas à l'abri d'une remontée de taux, à moins d'un scénario de taux bas à la japonaise.

Qui possède notre dette ? La dette japonaise est domestique, le risque est moindre que pour une dette détenue par des étrangers. Un ancien président rappelait que les ennuis « volent toujours en escadrille »... Il y a un risque cumulatif, l'État peut faire faillite. Rappelez-vous, il n'y a pas si longtemps, l'Angleterre a mendié auprès du FMI pour payer les fonctionnaires. Seule une thérapie de choc a pu redresser la Grande-Bretagne. Il faudrait commencer par éviter d'augmenter le déficit, or c'est ce qui est justement fait en 2018...

M. Alain Joyandet. – Madame le rapporteur, que pensez-vous de la règle d'or ?

M. Victorin Lurel. – Existe-t-il un risque de requalification de la dette de certains opérateurs, comme EDF, en dette maastrichtienne ? La Contribution au service public de l'électricité (CSPE) peut-elle être requalifiée en aide d'État ? Cela peut-il figurer dans l'encours de la dette publique ?

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. – Je suis favorable à la règle d'or, amendement constitutionnel, probablement adopté par notre assemblée mais mal compté par Christian Poncelet en séance. Cela réglerait de nombreux problèmes.

Notre situation s'est régulièrement dégradée ; arrêtons de faire l'autruche. Nous sommes face à des difficultés majeures. Notre mission travaillera sur des pistes européennes de désendettement par compte à travers le Fonds européen de sécurité et de défense. En dehors des *Euro-bonds* qui ne fonctionnent pas, et au-delà des solutions nationales, trouvons des solutions européennes non conventionnelles – n'hésitez pas à me faire part de vos propositions !

Il est évident que les taux ne resteront pas durablement aussi bas. La remontée des taux aura un effet majeur sur la soutenabilité de la dette.

Sur la dette grecque, une décision de l'Eurogroupe bloque la restitution des intérêts. Ils n'ont pas été dilapidés, les versements reprendront peut-être l'année prochaine. La dette grecque a été réduite de 100 milliards d'euros.

L'impact de la décision du Conseil constitutionnel recouvre un surcroît de dépenses qui pèse sur 2018, à compenser par une émission de titres de dette.

La dette française a une maturité moyenne de 7,5 ans : par définition, de nombreux titres sont émis sur une durée bien plus longue puisqu'il s'agit d'une moyenne ! Le sujet de l'amortissement n'est donc pas derrière nous : c'est une préoccupation de l'agence France Trésor.

Nous ne connaissons pas les détenteurs de la dette. L'agence France Trésor estime qu'on ne peut obliger les détenteurs à décliner leur identité. Nous pourrions approfondir cette question, par exemple par une

audition publique de l'agence France Trésor devant notre commission. Ne nous fermons pas de portes ; nous devons tâtonner pour trouver des réponses.

France Trésor compte une quarantaine de personnes, et jusqu'à présent tout se passe bien. Nous visiterons prochainement, un lundi, leurs locaux pour une adjudication à la hollandaise - une vente aux enchères de titres. Vous êtes les bienvenus.

Il n'y a pas de nouveauté prévue concernant les règles prudentielles. Nous pourrions renforcer la pondération des titres souverains qui ne sont pas notés AAA. Nous en revenons à l'importance des agences de notation, qui ont une vision très précise et en profondeur de notre économie. Évitions la concentration de titres domestiques trop élevés. Nous pourrions également entendre l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

M. Yvon Collin. - Ce serait bien.

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. - Victorin Lurel, le risque de requalification de la dette de la SNCF est important ; il est moindre pour EDF mais nous devons rester vigilants.

Les partenariats public-privé sont effectivement pris en compte. L'augmentation de la taxe systémique additionnelle est une proposition qui résulte des auditions, je l'ai juste rapportée à la commission.

M. Philippe Adnot. - Je ne vais pas entériner un rapport indiquant que la taxe pourrait être augmentée !

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. - Retirons cette phrase, qui est liée au rappel de notre audition. Merci de nous avoir alertés. Nous supprimons donc ces trois lignes de la page 19 : « une telle réouverture devrait, pour ne pas pénaliser les finances de l'État, se fonder sur des nouvelles ressources budgétaires. Le taux de la taxe systémique additionnelle, fixé actuellement à 0,0642 %, pourrait par exemple être relevé ». La logique n'en était que putative.

M. Charles Guené, président. - Je rappelle que nous ne votons pas sur le rapport mais sur les crédits de la mission.

À l'issue de ce débat, la commission a décidé de proposer au Sénat l'adoption, sans modification, des crédits de la mission « Engagements financiers de l'État ».

Article 55

La commission a décidé de proposer au Sénat l'adoption de l'article 55.

Article 55 bis (nouveau)

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. – L'amendement n° 1 élargit le champ du rapport demandé au Gouvernement par l'Assemblée nationale pour qu'il ne se limite pas à la seule incidence de la suppression de la prime d'État mais porte, plus largement, sur la suppression du régime fiscal dérogatoire de l'épargne logement. Il nous donnera une vision complète.

L'amendement n° 1 est adopté.

La commission a décidé de proposer au Sénat l'adoption de l'article 55 bis, ainsi modifié.

À l'issue de ce débat, la commission a décidé de proposer au Sénat l'adoption, sans modification, des crédits du compte d'affectation spéciale « Participations de la France au désendettement de la Grèce » et des crédits des comptes de concours financiers « Avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » et « Accords monétaires internationaux ».

*

* *

Réunie à nouveau le jeudi 23 novembre 2017, sous la présidence de M. Vincent Éblé, président, la commission des finances a confirmé sa décision de proposer au Sénat d'adopter sans modification les crédits de la mission, ceux du compte spécial, des comptes de concours financiers, ainsi que l'article 55. Elle a également confirmé sa décision de proposer l'adoption de l'article 55 bis tel que modifié par son amendement.

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES

Agence de la dette (Agence France Trésor - AFT) - Direction générale du Trésor - Ministère de l'économie, de l'industrie et du numérique

- M. Antony REQUIN, directeur général ;
- M. Fabien BOUVET, responsable de la cellule trésorerie ;
- Mme Roxane CERTNER, responsable de la cellule communication.

Direction générale des finances publiques (DGFIP)

- M. Étienne DUVIVIER, sous-directeur, service des collectivités locales ;
- Mme Marie-Sabrina LACOSTE, inspectrice divisionnaire des finances publiques.

Organisation de coopération et de développement économique (OCDE)

- Mme Fatos KOC, directrice de projet, chef de la gestion des risques de marché et co-auteure du rapport relatif à l'endettement souverain en 2017 (*Sovereign Borrowing Outlook 2017*).

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

- M. Frédéric VISNOVSKI, secrétaire général adjoint ;
- Mme Véronique BENSAID-COHEN, conseillère parlementaire.

Agences de notation

- **Fitch**
 - M. Michele NAPOLITANO, directeur de l'équipe des notations souveraines pour l'Europe de l'ouest.

- **Moody's**
 - M. Yves LEMAY, directeur général ;
 - Mme Myriam DURAND, directrice de l'agence Paris.

Personnalités

- M. Thierry BRETON, président-directeur général d'ATOS France.

ANNEXES

I. TABLEAU RÉCAPITULATIF DE L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS DE PAIEMENT DE LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT » DEPUIS 2016

(en millions d'euros)

| Programmes | Crédits exécutés en 2016 | Crédits votés en 2017 en LFI | Crédits proposés en 2018 en PLF | Evolution LFI 2017 / PLF 2018 | Evolution depuis 2016 |
|---|--------------------------|------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 117- Charges de la dette et trésorerie de l'Etat | 41 447,02 | 41 548,00 | 41 197,00 | -1% | |
| 01 - Dette | 40 411,14 | 40 600,00 | 40 235,00 | -1% | |
| 03- Trésorerie | 1 035,88 | 948,00 | 962,00 | 1% | |
| 114 - Appels en garantie de l'Etat | 121,55 | 27,40 | 104,09 | 280% | |
| 01 - Agriculture et environnement | 0,00 | 1,00 | 0,90 | -10% | |
| 2 - soutien au domaine social, logement, santé | 22,60 | 21,90 | 38,29 | 75% | |
| 03 - Financement des entreprises et industries | 1,45 | 4,00 | 1,40 | -65% | |
| 04 - Développement international de l'économie française | 97,50 | 0,00 | 63,00 | 63,00 | |
| 05 - Autres garanties | 0,00 | 0,50 | 0,50 | 0% | |
| 145 - Epargne | 123,13 | 193,50 | 150,00 | -22% | |
| 01 - Epargne logement | 121,45 | 192,03 | 148,93 | -22% | |
| 02 - Instruments de financement du logement | 1,68 | 1,47 | 1,07 | -27% | |
| 168 - Majoration de rentes | 32,10 | 145,60 | 141,80 | -3% | |
| 01 - Participation de l'Etat aux majorations de rentes viagères | 32,10 | 145,60 | 141,80 | -3% | |
| 336 - Dotation en capital du Mécanisme européen de stabilité | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0% | |
| 01 - Dotation en capital du Mécanisme européen de stabilité | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0% | |
| 338 - Augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0% | |
| 01 - Augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0% | |
| 344 - Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque | 197,72 | 183,26 | 183,92 | 0% | |
| 01 - Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque | 197,72 | 183,26 | 183,92 | 0% | |
| Total général | 83 170,82 | 42 097,76 | 41 776,81 | -1% | |

Source : commission des finances du Sénat, à partir des documents budgétaires

**II. PERSPECTIVES DE NOTATION DE LA DETTE SOUVERAINE
FRANÇAISE : DOCUMENT REMIS AU RAPPORTEUR SPÉCIAL PAR
L'AGENCE DE NOTATION MOODY'S LORS DE SON AUDITION**

France – Perspectives de notation souveraine

Principaux points abordés

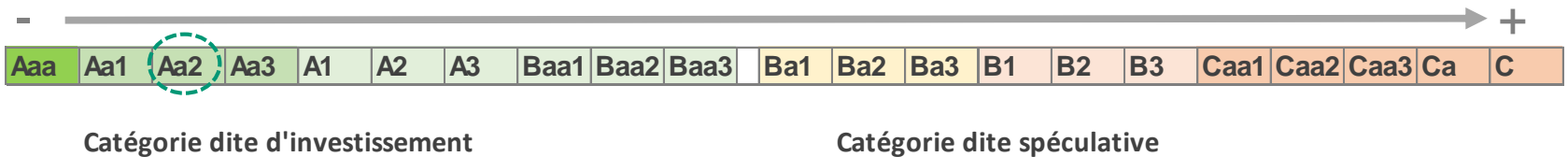
1. Synthèse de la méthodologie Moody's de notation souveraine
2. Indicateurs clefs sous-jacents à la notation de la France
3. Forces et faiblesses vis-à-vis de ses principaux pays "pairs"
4. Annexe

1

Synthèse de la
méthodologie
Moody's de notation
souveraine

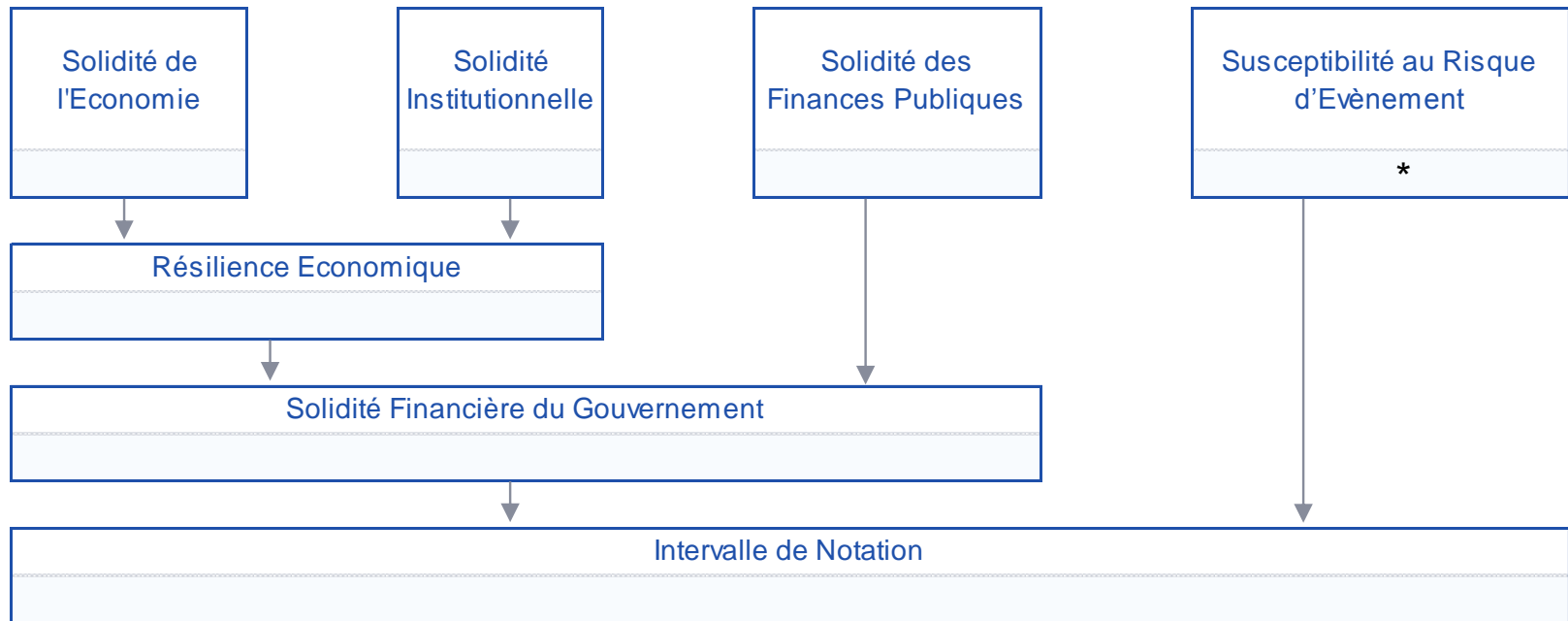
Echelle de notation

Perception du risque de crédit



La France est notée Aa2, perspective stable

Vue d'ensemble de la méthodologie Moody's de notation souveraine

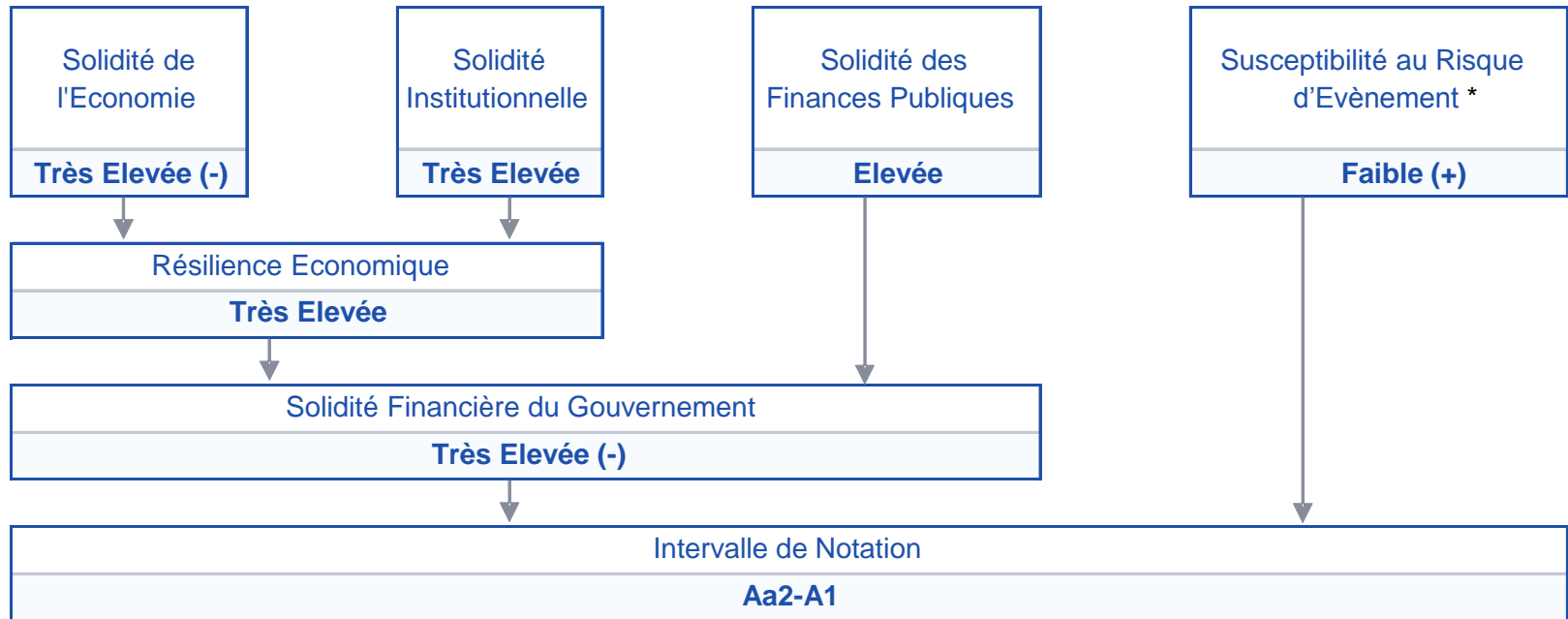


* Pour ce facteur, l'échelle est inversée

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------|-----|----|-----|----|---|----|----|---|----|----|---|----|-----|----|-----|
| Catégorie | TE+ | TE | TE- | E+ | E | E- | M+ | M | M- | F+ | F | F- | TF+ | TF | TF- |
|-----------|-----|----|-----|----|---|----|----|---|----|----|---|----|-----|----|-----|

Vue d'ensemble – France

Notation: Aa2, Stable



* Pour ce facteur, l'échelle est inversée

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------|-----|----|-----|----|---|----|----|---|----|----|---|----|-----|----|-----|
| Catégorie | TE+ | TE | TE- | E+ | E | E- | M+ | M | M- | F+ | F | F- | TF+ | TF | TF- |
|-----------|-----|----|-----|----|---|----|----|---|----|----|---|----|-----|----|-----|

2

Indicateurs clefs

Indicateurs clefs – Vue d'ensemble

+

- Une économie de taille importante, riche et diversifiée portée par une évolution démographique favorable

+

- Bonne gestion de la dette publique et faible coût du service de la dette

+

- Stabilité du système bancaire, avec des profils de liquidité et de financement des banques françaises qui se sont renforcés

-

- Des défis structurels, notamment une faible croissance à long terme et une perte de compétitivité due aux rigidités du marché du travail, des biens et des services;

-

- Un ratio de dette sur PIB élevé et en augmentation

-

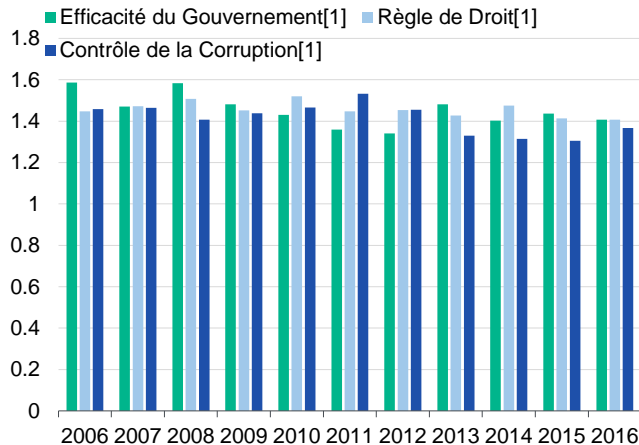
- Confrontés à des obstacles d'ordre institutionnel et politique, les gouvernements précédents n'ont pas véritablement été en mesure d'apporter une réponse globale à ces enjeux

Profil de Crédit de la France : forces...

- » Une économie large, riche, diversifiée avec une dynamique démographique favorable
- » Une volonté plus forte de la part du nouveau gouvernement de s'attaquer à un certain nombre d'enjeux de long terme : exemple récent de la réforme du code du travail
- » Très faible coût du service de la dette; une base d'investisseurs large et diversifiée
- » La normalisation de la politique monétaire de la BCE ne devrait pas découler sur une hausse de la charge de la dette avant quelques années

De solides indicateurs de gouvernance

2016



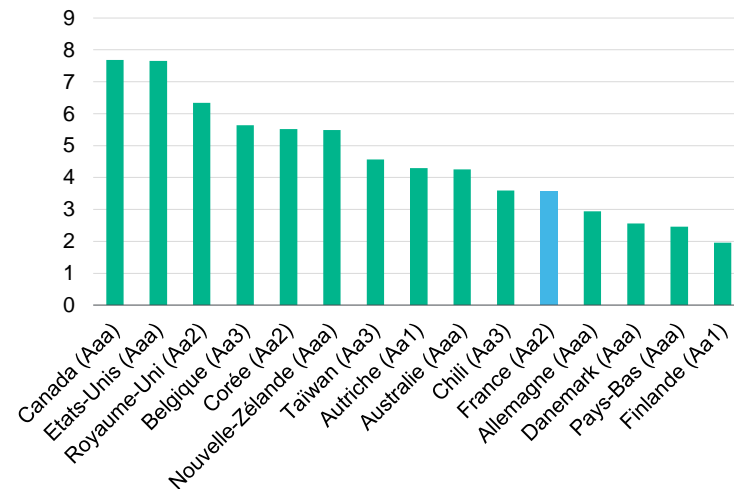
Note: [1] Indice composite, valeurs entre -2.50 et 2.50 : une valeur plus élevée correspond à une meilleure gouvernance

Sources : Banque mondiale, Moody's

MOODY'S INVESTORS SERVICE

Faible charge de la dette

%, 2016, Intérêts/Revenus des administrations publiques



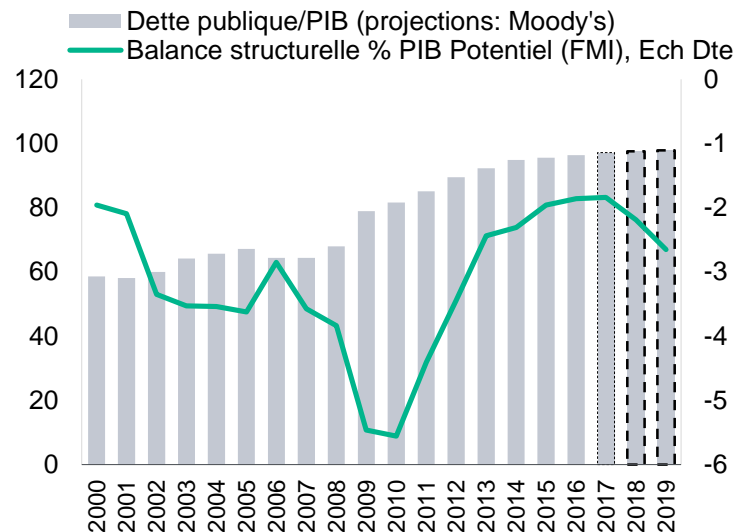
Sources : Sources nationales, Eurostat, Moody's

17 novembre 2017

...Et faiblesses

- » Des obstacles d'ordre institutionnel et politique ont limité la capacité des gouvernements précédents à apporter une réponse globale à la faiblesse structurelle de la croissance
- » Un ratio de dette publique sur PIB croissant et élevé comparé à ses pairs, passant de 64,3% du PIB en 2007 à 96,3 % en 2016
- » Un assainissement budgétaire limité avec des antécédents peu convaincants

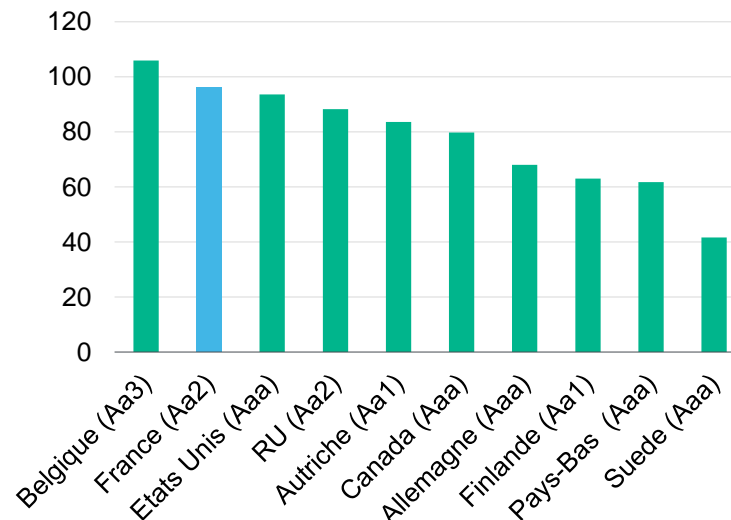
Ratio de dette publique/PIB croissant du fait d'un effort de consolidation limité...



Sources: Eurostat, FMI, Moody's

....et élevé comparé à ses pairs

% PIB, 2016



Sources: Haver Analytics, Sources Nationales, Eurostat, Moody's

3

Forces et faiblesses
vis-à-vis des
principaux “pairs”

Détermination des pays “pairs”

Le processus de notation repose sur une analyse comparative entre pays

Principaux pays de référence pour la France à des fins comparatives – Quelques exemples :

En Europe :

- Finlande (Aa1, Stable)
- Autriche (Aa1, Stable)
- Royaume-Uni (Aa2, Stable)
- Belgique (Aa3, Stable)

Hors Europe :

- Corée (Aa2, Stable)
- Taïwan (Aa3, Stable)

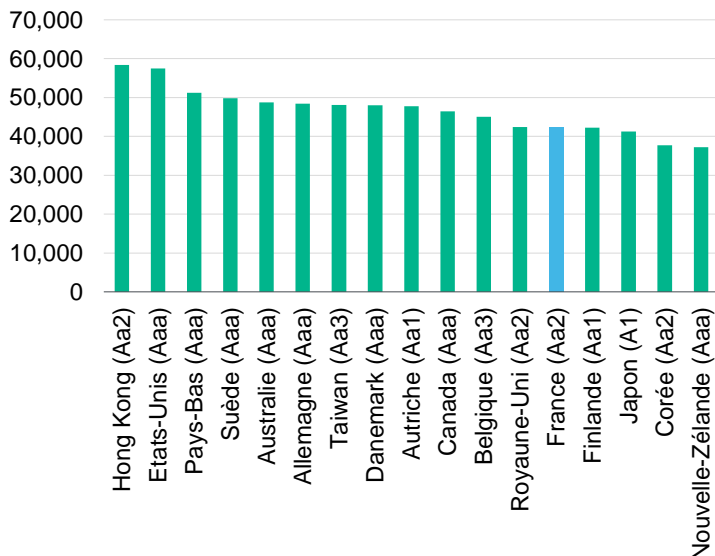
| Groupe de pays “pairs” | Notations |
|------------------------|------------|
| Autriche | Aa1 Stable |
| Finlande | Aa1 Stable |
| Royaume-Uni | Aa2 Stable |
| Corée | Aa2 Stable |
| Belgique | Aa3 Stable |
| Taïwan | Aa3 Stable |

Solidité de l'économie : très élevée (-)

- » Le score relatif à la solidité économique de la France s'appuie sur son économie à la fois large, riche et diversifiée, et son fort dynamisme démographique
- » Le pays souffre cependant d'une croissance certes stable, mais faible
- » Nous avons récemment revu à la hausse notre prévision de croissance pour cette année et l'année prochaine à 1,7%, une performance en deçà, mais proche, des pays de profil comparable

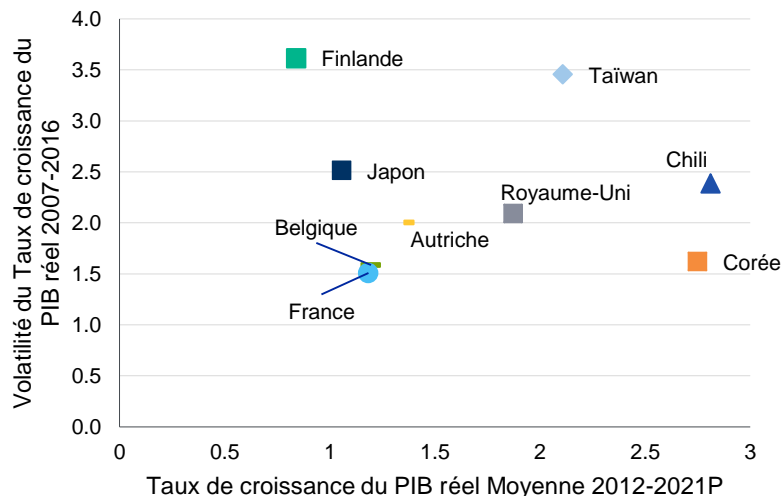
PIB par habitant parmi les plus élevés des pays notés par Moody's

PIB par habitant, 2016 (PPA, US\$)



Sources : Haver Analytics, FMI, Moody's

Une croissance stable mais faible



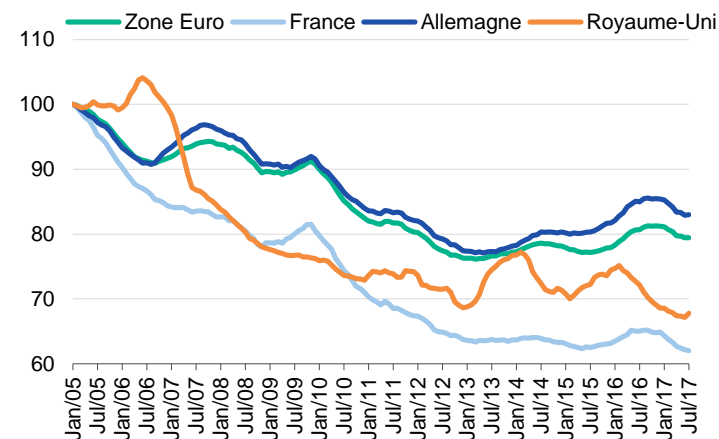
Sources : Sources nationales, Eurostat, Moody's

Sources et facteurs clefs derrière la faiblesse de la croissance potentielle

- » De 2% environ avant la crise, la croissance potentielle est estimée à 1,25% entre 2017 et 2020
- » S'explique par le ralentissement de la productivité des facteurs de production (non spécifique à la France) et une moindre contribution du capital
- » Facteurs clefs en France:
 - Des parts de marché à l'export en recul; un redressement durable des marges des entreprises françaises est encore attendu
 - Le chômage structurel est élevé avec une forte dualité du marché du travail
 - Des réglementations limitant toujours la libéralisation des marchés de produits,
 - Déficit d'innovation, faiblesse des dépenses de R&D
 - Une structure de la fiscalité qui tend à créer des distorsions pesant sur l'appareil productif

Des parts de marché à l'export de marchandises qui peinent à se redresser

Indice 2005=100, moyenne mobile 12 mois



Sources: FMI, Moody's

Comparaison - Score très élevé (-) de solidité économique

- » Quelques exemples de pays “pairs” partageant ce score : la Chine (A1, Stable), le Danemark (Aaa, Stable), la Nouvelle-Zélande (Aaa, Stable), la Norvège (Aaa, Stable), ou encore le Royaume-Uni (Aa2 Stable)
- » Environ 16% des pays que nous notons ont un score supérieur ou équivalent

| | France Aa2/STA | Mediane score très élevé (-) | Royaume-Uni Aa2/STA | Nouvelle- Zélande Aaa/STA | Chine A1/STA | Danemark Aaa/STA | Norvège Aaa/STA |
|---|-------------------|------------------------------------|------------------------|---------------------------------|-----------------|---------------------|--------------------|
| Score: très élevé (-) | | | | | | | |
| PIB Nominal (US\$ Md) | 2,465.6 | 320.9 | 2,647.9 | 181.5 | 11,199.0 | 306.8 | 371.1 |
| PIB par habitant (PPA, US\$) | 42,336.4 | 48,230.0 | 42,420.7 | 37,164.5 | 15,394.5 | 48,230.0 | 69,406.9 |
| PIB réel, moyenne (%) | 1.2 | 2.7 | 1.9 | 2.7 | 6.8 | 1.5 | 1.9 |
| Volatilité de la croissance réelle du PIB (pp) | 1.5 | 2.2 | 2.1 | 1.4 | 2.2 | 2.0 | 1.3 |
| Indice de Compétitivité | 5.2 | 5.2 | 5.5 | 5.4 | 5.0 | 5.4 | 5.4 |

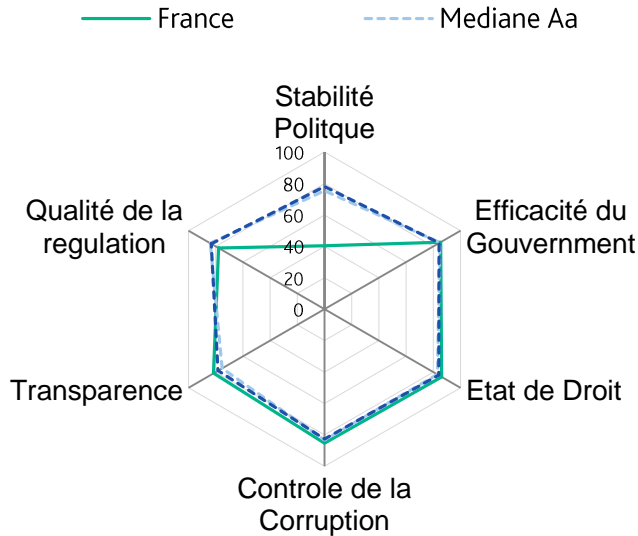
Sources: Moody's, Haver Analytics, FEM

Solidité institutionnelle : très élevée

- » Robustesse des institutions dont attestent les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale
- » Mais des antécédents peu convaincants en matière de réduction de la dette et des progrès modestes pour faire face aux enjeux structurels de l'économie comparativement aux pays "pairs"

Des indicateurs de gouvernance très élevés

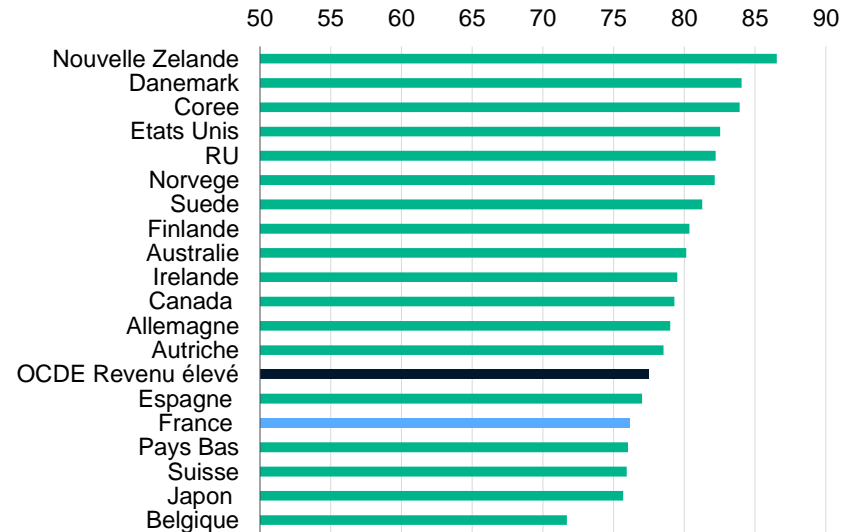
Echelle de 0-100, 2016



Sources : Banque mondiale, Moody's

Conduite des affaires : La France en deçà de la moyenne régionale de l'OCDE pour les pays à revenus élevés

Distance to Frontier = distance absolue du score le plus élevé, Echelle de 0 - 100, avec 0 = la plus mauvaise performance



Sources : Doing Business, Moody's

Comparaison - Score très élevé de solidité institutionnelle

- » Quelques exemples de “pairs” partageant ce score : l’Autriche (Aa1, Stable), Hong Kong (Aa2, Stable), Israël (A1, Stable), le Japon (A1, Stable), Taïwan (Aa3, Stable), ou encore le Royaume-Uni (Aa2, Stable)
- » Environ 19% des pays que nous notons ont un score supérieur ou équivalent

| | France Aa2/STA | Mediane score très élevé | Autriche Aa1/STA | Japon A1/STA | Taiwan Aa3/STA | Hong Kong Aa2/STA | Israël A1/STA | Royaume- Uni Aa2/STA |
|---|-------------------|--------------------------------|---------------------|-----------------|-------------------|----------------------|------------------|----------------------------|
| Score : très élevé | | | | | | | | |
| Efficacité du Gouvernement, percentile [1] | 84.4 | 83.7 | 88.8 | 94.0 | 83.7 | 97.0 | 82.9 | 90.3 |
| Etat de Droit, percentile [1] | 86.6 | 85.9 | 93.3 | 85.1 | 82.9 | 91.1 | 77.7 | 89.6 |
| Contrôle de la corruption, percentile [1] | 85.9 | 86.6 | 87.4 | 86.6 | 74.8 | 88.1 | 77.7 | 91.8 |
| Inflation, moyenne (%) | 1.1 | 1.7 | 1.8 | 0.9 | 1.3 | 3.0 | 1.0 | 1.8 |
| Volatilité de l'inflation (ppts) | 1.0 | 1.5 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.8 | 1.3 |

[1] Calculs de Moody's. Percentiles basés sur l'ensemble des pays que nous notons.

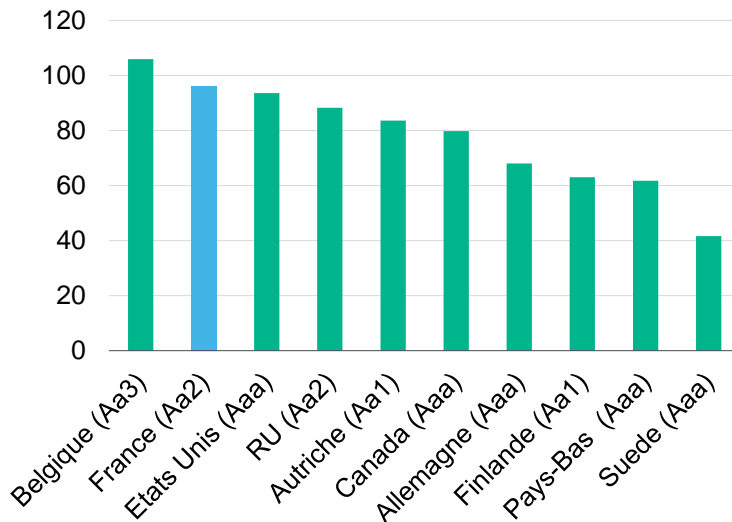
Sources: Banque Mondiale, Haver Analytics, Moody's

Solidité des finances publiques : élevée

- » La France bénéficie d'un faible coût de la dette et d'une large base d'investisseurs avec une structure de la dette favorable
- » La France souffre cependant du niveau élevé des dépenses publiques et d'une dette croissante depuis de nombreuses années

Un ratio de dette publique sur PIB parmi les plus élevés de notre univers

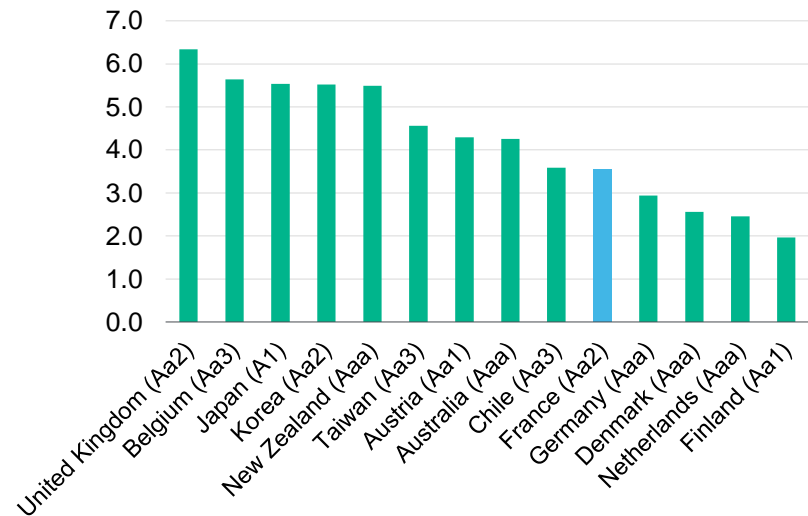
Dette publique % PIB, 2016



Sources: Haver Analytics, National Sources, Eurostat, Moody's

Charge budgétaire du service de la dette favorable

Intérêts % Recettes des administrations publiques, 2016



Sources: Haver Analytics, National Sources, Eurostat, Moody's

Comparaison - Score élevé de solidité des finances publiques

- » Quelques exemples de “pairs” partageant ce score: Israël (A1, Stable), le Mexique (A3, Négative), le Royaume-Uni (Aa2, Stable), ou encore les Etats-Unis (Aaa, Stable)
- » Environ 37% des pays que nous notons ont un score supérieur ou équivalent

| | France Aa2/STA | Mediane score élevé | Etats-Unis Aaa/STA | Royaume-Uni Aa2/STA | Autriche Aa1/STA | Israël A1/STA | Mexique A3/NEG |
|-------------------------|-------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|---------------------|------------------|-------------------|
| Score : élevé | | | | | | | |
| Dettes/PIB | 96.3 | 52.8 | 93.4 | 88.3 | 83.6 | 62.3 | 38.1 |
| Dettes/revenus | 181.9 | 166.7 | 305.7 | 228.6 | 170.3 | 166.7 | 190.9 |
| Intérêts/PIB | 1.9 | 1.9 | 2.3 | 2.4 | 2.1 | 2.6 | 1.9 |
| Intérêts/revenus | 3.6 | 5.6 | 7.6 | 6.3 | 4.3 | 6.9 | 9.5 |

Souces: Moody's, Haver Analytics, sources nationales

Susceptibilité au risque d'évènement exceptionnel : score Faible (+)

- » Résulte de notre évaluation de la vulnérabilité du système bancaire : ce dernier est stable, avec des bénéfices et un niveau de capitalisation en ligne avec ses "pairs" européens mais reste exposé à des marchés émergents risqués
- » Le risque politique est très faible
- » Le risque de liquidité du gouvernement est très faible : large base d'investisseurs, faible coût du financement de la dette
- » Très faible vulnérabilité à des risques externes : reflète le statut de monnaie de réserve
- » Quelques exemples : l'Autriche (Aa1, Stable), l'Allemagne (Aaa, Stable), le Danemark (Aaa, Stable), Malte (A3, Stable), ou encore la Pologne (A2, Stable)

Comparaison : vulnérabilité du système bancaire

| | France Aa2/STA | Mediane | Allemagne Aaa/STA | Autriche Aa1/STA | Corée Aa2/STA | Pologne A2/STA | Lettonie A3/STA | Malte A3/STA |
|---|-------------------|---------|----------------------|---------------------|------------------|-------------------|--------------------|-----------------|
| Score : Bas (+) | | | | | | | | |
| Baseline credit assessment | baa3 | baa3 | baa2 | baa3 | baa2 | baa3 | b1 | -- |
| Actifs domestiques des banques/PIB | 373.8 | 88.8 | 160.3 | 81.0 | 144.8 | 89.0 | 118.3 | 465.4 |
| Ratio crédits/dépôts | 112.9 | 95.3 | 121.7 | 134.6 | 118.8 | 116.9 | 70.8 | 46.1 |

Source: Moody's

4

Annexe :
Méthodologie
Moody's de la
notation souveraine

Méthodologie Moody's : Notation de la dette souveraine

F1 : Solidité économique

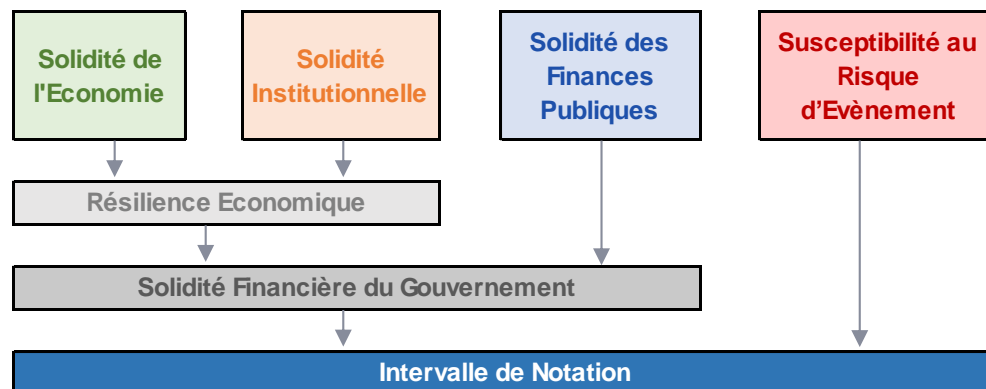
- » La capacité relative d'un pays à générer des revenus et à rembourser sa dette à moyen terme s'appuie sur le dynamisme de la croissance économique et de la création de richesse.

| Sous-facteur | Pondération | Indicateurs |
|---|-----------------|---|
| Dynamique de la croissance | 50 % | Croissance moyenne du PIB réel $t-4$ à $t+5$ |
| | | Volatilité de la croissance du PIB réel $t-9$ à t |
| | | Indice de la compétitivité mondiale du FE |
| Échelle de l'économie | 25 % | PIB nominal (\$ US) t |
| Revenu national | 25 % | PIB par habitant (PPA, \$ US) t |
| Ajustements des points attribués au facteur | De 0 à 6 points | Boom du crédit |
| | | Autre |

F2 : Solidité institutionnelle

- » Pose la question de savoir si les institutions d'un pays soutiennent sa capacité et sa volonté à rembourser sa dette. Capacité du gouvernement à appliquer des politiques économiques saines qui favorisent la croissance.

| | | |
|---|-----------------|--|
| Cadre et efficacité institutionnels | 75 % | Indice mondial d'efficacité des pouvoirs publics |
| | | Indice mondial de la primauté du droit |
| | | Indice mondial de la lutte contre la corruption |
| Crédibilité et efficacité de la politique | 25 % | Niveau d'inflation $t-4$ à $t+5$ |
| | | Volatilité de l'inflation $t-9$ à t |
| Ajustements des points attribués au facteur | De 0 à 6 points | Historique de défaillance |
| | | Autre |



Méthodologie Moody's : Notation de la dette souveraine

F3 : Solidité financière

- » Décrit la santé générale des finances publiques. Nous débutons notre analyse en évaluant les poids de la dette relatifs, l'abordabilité de la dette, et prenons en considération la structure de la dette publique.

| | | |
|---|-------------------|---|
| Poids de la dette | 50 % ¹ | Total de la dette du gouvernement/PIB _t |
| | | Total de la dette du gouvernement/recettes _t |
| Abordabilité de la dette | 50 % ¹ | Total des paiements d'intérêt du gouvernement/recettes _t |
| | | Total des paiements d'intérêt du gouvernement/PIB _t |
| Ajustements des points attribués au facteur | De 0 à 6 points | Évolution de la dette _{t-4 à t+1} |
| | | Total de la dette du gouvernement en monnaie étrangère/total de la dette du gouvernement |
| | | Autre dette du secteur public/PIB _t |
| | | Actifs financiers du secteur public ou fonds souverains/total de la dette du gouvernement |
| | | Autre |

F4 : Vulnérabilité au risque événementiel

- » Risque que des événements soudains et extrêmes puissent mettre à mal les finances publiques, augmentant ainsi fortement la probabilité de défaillance d'un pays.

| | | |
|-------------------------------------|----------------------|---|
| Risque politique | Maximum ² | Risque politique intérieur |
| | | Risque géopolitique |
| Risque de liquidité du gouvernement | Maximum ² | Mesures fondamentales |
| | | Problèmes de financement sur le marché |
| Risque lié au secteur bancaire | Maximum ² | Solidité du système bancaire |
| | | Envergure du système bancaire |
| Risque de vulnérabilité extérieure | Maximum ² | Vulnérabilité du financement |
| | | (Balance des paiements courants+IED)/PIB _t |
| | | Indicateur de vulnérabilité extérieure (IVE) _{t+2} |
| | | Position nette des placements internationaux/PIB _t |

Notes:

- 1 : Pour obtenir une description détaillée de la façon dont ces pondérations peuvent varier, veuillez vous reporter à l'Annexe 12.
- 2 : Le cumul du risque politique, du risque de liquidité du gouvernement, du risque du secteur bancaire et du risque de vulnérabilité extérieure suit une fonction de maximum, c'est-à-dire que dès qu'un domaine de risque justifie une évaluation de risque élevé, la vulnérabilité globale du pays au risque événementiel est évaluée à ce niveau spécifique élevé.

Notre grille méthodologique (*Scorecard*) : point de départ à la détermination de la notation d'un pays

- » La *Scorecard* résulte de la combinaison de données historiques et de prévisions d'un certain nombre d'indicateurs ayant démontré par le passé leur capacité d'identification du risque de défaut
- » La *Scorecard* permet de définir une fourchette de notation
- » Les notations ont vocation à offrir une vision prospective sur la base de paramètres tant quantitatifs que qualitatifs



MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Yves Lemay

Managing Director – Europe, Moyen-Orient, Afrique (EMOA)

Groupe risque souverain

+44.20.7772.5512

Yves.Lemay@moodys.com

moodys.com

This publication does not announce a credit rating action. For any credit ratings referenced in this publication, please see the ratings tab on the issuer/entity page on www.moody's.com for the most updated credit rating action information and rating history.

© 2017 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. AND ITS RATINGS AFFILIATES ("MIS") ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MOODY'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND MOODY'S OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR MOODY'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES MOODY'S PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS OR MOODY'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the Moody's publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,500,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody's.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors. It would be reckless and inappropriate for retail investors to use MOODY'S credit ratings or publications when making an investment decision. If in doubt you should contact your financial or other professional adviser.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from JPY200,000 to approximately JPY350,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.