

# A S S E M B L É E   N A T I O N A L E

X V <sup>e</sup>   L É G I S L A T U R E

## Compte rendu

### Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire

- Communication du Rapporteur général sur le contrôle sur pièces et sur place de l'Association pour le soutien du théâtre privé (ASTP) ..... 2
- Élection du Rapporteur général de la Commission..... 5
- Audition de M. Anthony REQUIN, directeur général de l'Agence France Trésor (AFT)..... 6
- Informations relatives à la commission ..... 31
- Présences en réunion ..... 32

Mercredi

15 janvier 2020

Séance de 9 heures 30

Compte rendu n° 37

SESSION ORDINAIRE DE 2019-2020

**Présidence de**

**M. Éric Woerth,**

*Président*



**M. le président Éric Woerth.** Mes chers collègues, permettez-moi de vous présenter mes meilleurs vœux pour cette année qui commence.

Nous avons reçu, en application de l'article 12 de la loi organique relative aux lois de finances, un projet de décret de transfert de crédits. Conformément à l'usage, ce document est à votre disposition, au fond de cette salle et auprès du secrétariat de la commission.

*La commission reçoit une communication du Rapporteur général sur le contrôle sur pièces et sur place de l'Association pour le soutien du théâtre privé (ASTP).*

**M. le président Éric Woerth.** Je cède à la parole à celui qui est encore à cet instant notre rapporteur général, Joël Giraud, pour nous présenter une communication sur des travaux de contrôle sur pièces et sur place qu'il a menés la semaine dernière auprès de l'Association pour le soutien du théâtre privé (ASTP), laquelle est notamment chargée par le législateur de percevoir une taxe sur les spectacles dont il a été largement question lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2020.

**M. Joël Giraud, rapporteur général.** Monsieur le président, je saisis cette occasion pour signaler que j'ai fait parvenir à chaque commissaire et aux secrétariats des groupes le compte rendu de mon contrôle sur pièces et sur place effectué auprès des services de la douane en charge du droit de passeport et du droit annuel de francisation et de navigation. Vous pourrez apprécier la façon dont le droit de passeport n'est pas recouvré en France, notamment dans ce que j'appelle le « trou noir varois »...

Comme je l'avais annoncé en séance publique lors de l'examen du projet de loi de finances en nouvelle lecture, Dominique David, en sa qualité de rapporteure spéciale, et moi-même avons mené un contrôle sur place de l'Association pour le soutien du théâtre privé (ASTP), le mercredi 8 janvier, dans ses locaux.

L'ASTP est une association créée en 1964 pour gérer un fonds de soutien au théâtre privé afin d'aider la création théâtrale, la production et la diffusion de spectacles par le versement d'aides de plusieurs types.

À cette fin, elle a bénéficié en 2018 de subventions de l'État et de la Ville de Paris, pour un total de 6,8 millions d'euros, et du produit d'une taxe sur la billetterie des spectacles privés au taux de 3,5 %, s'élevant à environ 6,5 millions d'euros.

Dominique David et moi avons présenté des amendements au projet de loi de finances pour 2020 visant à supprimer cette taxe affectée à compter de 2022, pour deux raisons principales.

En premier lieu, il nous semble indispensable d'utiliser de façon très parcimonieuse les taxes affectées à des organismes chargés de mission de service public. Je ne reviendrai pas sur l'importance de limiter les contournements des principes budgétaires, afin de renforcer la portée de l'autorisation parlementaire et l'efficacité du contrôle du Parlement. J'ai déjà expliqué les raisons de cette position de principe lors de la présentation du dernier rapport d'information sur l'application des mesures fiscales, et dans le rapport sur le projet de loi de finances pour 2020. Laurent Saint-Martin l'a également fait dans son récent rapport d'information sur l'application de la LOLF.

Non seulement il est rare qu'une association bénéficie d'une taxe affectée, mais la coexistence, pour une même structure, de subventions budgétaires et d'une taxe affectée me paraît de nature à nuire à la cohérence et à la clarté des canaux de financement. Les

subventions versées par la ville de Paris et par l'État sont prévues dans le cadre d'une convention triennale tripartite, censée s'achever en 2018 ; elle aurait dû être renégociée en 2019, mais ne l'a pas été. Sa prolongation a été permise par un avenant qui a conféré une base légale aux subventions perçues par l'association, sans que la question des objectifs poursuivis n'ait été de nouveau posée.

En second lieu, nous avons été frappés par le déséquilibre géographique de la distribution des aides de l'ASTP. Comme Dominique David l'a montré dans son dernier rapport spécial, il existe une disproportion entre le nombre de théâtres aidés et le nombre de théâtres redevables de la taxe. En 2018, seuls une cinquantaine de théâtres, quasi exclusivement parisiens, bénéficiaient du mécanisme de garantie de déficit de l'ASTP, alors que 143 théâtres étaient redevables de la taxe. Pour les tournées, 940 tourneurs s'acquittent de la taxe, alors que seulement 21 sont éligibles à l'aide aux tournées.

Lors de la discussion budgétaire, j'ai retiré les amendements visant à supprimer la taxe affectée en m'engageant à effectuer un contrôle sur place de l'association.

Ce contrôle s'est fait dans de très bonnes conditions et je remercie le président et l'administration de l'association pour leur coopération et l'important travail qu'ils ont réalisé, dans un délai très contraint. L'ensemble des documents que nous avons demandés ont été fournis et clairement présentés, ce qui n'est pas toujours le cas, même avec certaines administrations de l'État... J'ajoute que les dossiers d'attribution des aides que nous avons demandé à consulter sur place sur une base aléatoire étaient précis et complets. L'association peut donc se prévaloir sur ce plan d'une bonne administration.

Le contrôle a eu pour vertu de mettre l'association sous tension, ce que ses autorités de tutelle, – le ministère de la culture et la Ville de Paris – ne font vraisemblablement pas assez. C'est difficilement admissible au regard de l'importance des sommes en jeu, qui approchent 14 millions d'euros. Les dirigeants de l'association ont eux-mêmes reconnu que cet exercice était sain, dans la mesure où il contraint à la vigilance quant à la gestion et incite à proposer des pistes d'amélioration du système.

Parmi les effets très bénéfiques de ce contrôle sur pièces et sur place, notons que les comptes de l'association ont été publiés dès son annonce, mettant enfin l'ASTP en conformité avec les obligations du droit en vigueur : ses comptes n'avaient pas été publiés depuis 2010... Curieusement, la tutelle ne s'en est jamais émue alors que la publication des comptes d'une association devient obligatoire à compter d'un seuil de 153 000 euros de subventions publiques : avec 14 millions d'euros de financements publics, nous sommes très au-dessus ! La loi ne sanctionne pas l'absence de publication des comptes ; peut-être faudra-t-il y penser à l'avenir.

Les dirigeants de l'association nous ont présenté le système très complexe des aides au théâtre privé, et nous avons échangé sur plusieurs points qui nous semblaient poser problème.

S'agissant des critères d'attribution des aides, l'article 77 de la loi de finances rectificative pour 2003 prévoit que la taxe affectée à l'ASTP permet le financement d'aides destinées au soutien à la création, à la production et à la diffusion de spectacles privés. Ces aides prennent plusieurs formes, listées dans un décret du 4 février 2004.

Les deux tiers des aides en montant sont des garanties de déficit et des aides au montage ou à l'emploi, remboursables en cas d'excédent. Dans la limite de trois spectacles par saison, un théâtre peut solliciter une garantie pour que l'association comble 25 % de son déficit éventuel sur un spectacle.

Ces aides et la garantie ne bénéficient qu'aux théâtres adhérents de l'association dits « membres actifs », c'est-à-dire à une cinquantaine de théâtres quasi exclusivement parisiens. Elles soutiennent les productions des théâtres et donc la prise de risques.

Pour être « membre actif », et donc profiter de la garantie et des aides qui accompagnent ce statut, les théâtres doivent remplir des conditions précisées par le règlement intérieur de l'association – par exemple effectuer un nombre minimal de représentations. Ces critères sont aujourd'hui trop restrictifs pour que les théâtres producteurs en province puissent être membres actifs de l'association : c'est le principal problème systémique que nous avons identifié lors de notre contrôle. L'association est consciente de ce déséquilibre : elle estime que dix à quinze théâtres en province seraient privés de ces aides faute de respecter les critères d'adhésion pour devenir membre actif. L'ASTP finance également des aides à l'exploitation de spectacles en tournée pour les adhérents à cette section spécifique relative aux tournées.

Les théâtres qui ne sont pas adhérents peuvent bénéficier d'un reversement d'une fraction de la taxe qu'ils ont acquittée, pour soutenir la production ou la diffusion de nouvelles représentations de spectacles. Dans les faits, de nombreux redevables ne demandent pas le reversement au vu des faibles montants en jeu : le seuil de recouvrement de la taxe est actuellement de 80 euros.

Pour résoudre les problèmes que nous avons identifiés, je recommande la constitution rapide d'un groupe de travail associant les représentants de l'association et le ministère, en lien avec le ou la rapporteure spéciale compétent.

Il pourrait d'abord analyser les alternatives au système de taxe affectée. Il ne faut pas écarter l'hypothèse de l'affectation de la taxe au budget de l'État ou de sa suppression, et de l'augmentation à due concurrence des subventions allouées à l'association, comme nous le proposons dans les amendements au PLF 2020.

La piste de la contribution volontaire obligatoire peut aussi être envisagée. Nous avons écarté cette solution pour les centres techniques industriels (CTI), mais nous sommes ici dans un domaine totalement différent, qui n'a pas de problèmes d'import ou d'export. Nous n'avons pas eu le temps d'expertiser cette piste dans les délais qui étaient les nôtres, mais elle pourrait aussi être analysée pour trouver un système réellement assurantiel et organisé par le secteur.

Si le choix est fait de maintenir cette taxe – bien que cette solution n'ait pas du tout notre préférence –, il faudra envisager d'étendre son assiette, au-delà du prix du billet, aux frais de réservation afin que les plateformes de vente de billets contribuent davantage au modèle. La question se posera alors d'appliquer la même logique pour les spectacles redevables de la taxe affectée au Centre national de la musique (CNM), mais il n'y a pas de consensus sur ce dernier sujet.

S'agissant toujours du financement, à court terme, il est urgent de renégocier la convention tripartite ASTP-État-Ville de Paris. L'implication du ministère de la culture dans son rôle de tutelle de l'association doit pour le moins être renforcée ; une modification des statuts de l'association ou de son règlement intérieur pourrait y contribuer. Des échanges de fond plus fréquents entre l'association et le ministère de la culture sont souhaitables.

Concernant l'attribution des aides, l'association a évoqué elle-même la possibilité d'un assouplissement des critères de la garantie de déficit et des aides à l'emploi. Ces critères devraient être précisés dans le décret de 2004, ce qui diminuerait la marge d'interprétation du règlement intérieur de l'ASTP.

Le taux de reversement de la taxe pour les redevables non adhérents est de seulement 40 % pour le soutien à la production ou à la diffusion en tournée, alors qu'il est de 50 % pour le soutien aux lieux fixes. Il faut mettre fin à cette inégalité, ce dont convient l'ASTP.

Pour que ce reversement soit plus souvent sollicité, il faudrait augmenter le seuil de recouvrement de la taxe qui est actuellement de 80 euros, de façon à ce que les sommes à reverser soient plus importantes. De nombreuses petites collectivités ne demandent jamais le remboursement de cette taxe faute de disposer de l'ingénierie nécessaire, tandis que les grandes collectivités ne se privent pas de le faire. Du coup, ce sont les plus petites structures qui renoncent au bénéfice de cette aide.

Ce contrôle a été fructueux, notamment grâce à la collaboration constructive de l'ASTP. Les questions que nous avons soulevées lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2020 étaient pertinentes et elles doivent être rapidement traitées. En particulier, il est nécessaire de modifier le décret de 2004 qui renvoie trop largement, pour ne pas dire exclusivement, le soin de fixer les critères d'attribution des aides au règlement intérieur de l'association. Dans ce cas comme dans beaucoup d'autres, l'État ne doit pas démissionner de son rôle de tutelle.

**Mme Émilie Cariou.** Je remercie Joël Giraud pour cet ultime rapport. Lorsque les amendements au PLF sont apparus à l'automne dernier, nous avons décidé de creuser le sujet. Je regrette qu'il ait fallu cette tempête dans l'hémicycle pour prendre enfin conscience de certaines lacunes, notamment l'absence de publication des comptes, ou le besoin de révision de la convention tripartite. Il est urgent que le ministre de la culture se saisisse de la situation et conclue cette convention.

D'autres voies de sorties sont peut-être possibles pour l'ASTP. Le CNM gère une partie importante des taxes sur la billetterie des spectacles musicaux, ou des one-man-shows. Des efforts de rationalisation différents peuvent être imaginés en gardant une taxe affectée. Pourquoi se priver de cette recette publique pour alimenter un système d'aide publique au théâtre privé ? Le moment est propice pour réaliser ce travail, et nous serons vigilants pour le faire d'ici au printemps de l'évaluation.

**M. le président Éric Woerth.** Cet excellent rapport démontre tout l'intérêt de ces contrôles sur place et sur pièces ; il faut utiliser ces pouvoirs à bon escient. Il sera important d'assurer le suivi de cette mission lors du printemps de l'évaluation. Cela laissera à l'administration suffisamment de temps pour réagir.

*La commission procède à l'élection du rapporteur général.*

**M. le président Éric Woerth.** Notre ordre du jour appelle maintenant l'élection de notre rapporteur général. Je n'ai reçu qu'une seule candidature, celle de M. Laurent Saint-Martin, ce qui démontre combien il est difficile de succéder à Joël Giraud !

En présence d'un seul candidat, il n'y a pas lieu de procéder à un scrutin. En conséquence, je déclare M. Laurent Saint-Martin élu rapporteur général de la commission. (*Applaudissements.*)

**M. Laurent Saint-Martin, rapporteur général.** Je dirai un mot bref ce matin, et si vous le permettez, je profiterai plus tard de la cérémonie des vœux pour adresser un éloge amical – et tout sauf funèbre ! – à Joël Giraud.

Je remercie chacun de vous pour la confiance que vous m'accordez. J'accepte ces fonctions avec beaucoup d'humilité, et le sens des responsabilités qui me sont confiées. J'ai

beaucoup observé Joël Giraud pendant deux ans et demi, durant trois budgets. Cela m'aura permis de bien comprendre les ficelles du budget de l'État et d'appréhender combien cette fonction est exigeante.

Je compte bien m'inspirer de deux qualités de mon prédécesseur. Tout d'abord, sa capacité à parler et coconstruire avec tout le monde, et en premier lieu avec l'opposition – c'est toujours plus facile avec la majorité. Joël Giraud a été exemplaire à cet égard. Je retiens également sa ténacité pour mener les combats jusqu'au bout, et il est savoureux que son dernier communiqué en tant que rapporteur général porte sur une des batailles qu'il a menées au cours des débats relatifs au budget pour 2020.

Quant au reste, cher Joël, je te le réserve pour cet après-midi ! (*Applaudissements.*)

*La commission auditionne M. Anthony Requin, directeur général de l'Agence France Trésor.*

**M. le président Éric Woerth.** Je souhaite la bienvenue à M. Anthony Requin, directeur général de l'Agence France Trésor, que nous entendons pour la deuxième fois de la législature, puisque nous avons déjà eu l'occasion de l'inviter le 20 septembre 2017.

Monsieur le directeur général, nous avons souhaité vous entendre sur le sujet des primes d'émission des emprunts d'État, qui revient régulièrement dans cette commission. Sur un tel sujet technique, il sera intéressant que le praticien que vous êtes fasse œuvre de pédagogie et nous explique la procédure.

Plus globalement, vous pourrez nous éclairer sur les politiques de financement de notre dette. Les sommes en jeu sont considérables et le professionnalisme de l'Agence France Trésor reconnu.

**M. Anthony Requin, directeur général de l'Agence France Trésor.** Merci de votre invitation à m'exprimer devant cette commission. Je comprends que vous souhaitez aborder le sujet, important et techniquement compliqué, des primes et décotes de trésorerie à l'émission, très étroitement associé aux principes qui gouvernent la politique d'émission de l'État.

Ce phénomène a pris une certaine importance ces dernières années dans le tableau de financement de l'État que le Parlement approuve chaque année, en loi de finances initiale et en loi de règlement. Les primes et décotes à l'émission sont liées à l'évolution des taux, de plus en plus faibles ces dernières années.

Je vais commencer par quelques rappels concernant la politique d'émission de l'Agence France Trésor, importants pour comprendre les mécanismes et le phénomène des primes à l'émission.

L'existence de primes et de décotes est consubstantielle aux principes qui gouvernent la politique d'émission de l'État. Pour mettre en œuvre le programme de financement arrêté par le Parlement – 200 milliards d'euros de titres à moyen et long terme en 2019 et 205 milliards en 2020 –, nous émettons deux fois par mois des obligations assimilables du Trésor (OAT). Ce sont des titres de référence, créés dans l'année, dont la maturité peut être fixée à une échéance de deux, cinq, dix, quinze ans, voire cinquante ans.

Le terme « assimilable » est ici essentiel. La technique de l'assimilation consiste à créer un titre dont certaines caractéristiques – le coupon d'intérêt et la date de maturité – sont fixées, et à réémettre de nouveaux titres chaque mois à partir de cette souche, afin de répondre à la demande des investisseurs au fur et à mesure que celle-ci se manifeste.

Cette technique de l'assimilation a deux avantages.

En premier lieu, elle permet de lisser dans le temps les conditions de taux auxquelles l'État se finance et d'éviter ainsi de concentrer les émissions à un moment où les taux d'intérêt seraient élevés. En répartissant tout au long de l'année les points d'entrée, le risque de financement pour l'État est réduit.

En second lieu, cette technique permet d'atteindre un important volume d'encours pour chaque souche obligataire. Nous essayons d'atteindre des encours compris entre 20 et 40 milliards d'euros pour chaque OAT nominale – dont le taux d'intérêt est fixe – et entre 10 et 25 milliards d'euros d'encours pour chaque souche de titres d'OAT indexées sur l'inflation. Ces importants volumes favorisent la liquidité de nos titres, composante essentielle d'une bonne valorisation sur les marchés.

Deux éléments entrent en ligne de compte pour valoriser les titres d'État, et donc obtenir le coût d'endettement le plus faible possible : la qualité de crédit de l'État émetteur, liée à l'ensemble des politiques économiques et de finances publiques menées, et la liquidité de sa dette. La liquidité est la caractéristique d'un actif dont le prix varie très peu lorsque des transactions à l'achat ou à la vente sont réalisées.

Cette liquidité est favorisée par la taille du marché – en l'occurrence de la souche obligataire, c'est pourquoi il est important que les souches obligataires atteignent des volumes élevés – et par la multiplicité et la diversité des intervenants à l'achat et à la vente à un instant donné.

Cette politique d'émission n'est pas propre à la France ; les principaux pays de l'OCDE font exactement comme nous.

Cette technique de l'assimilation et l'émission régulière à partir d'une même souche obligataire entraînent inévitablement l'apparition de primes et de décotes à l'émission.

Enfin, dans le but de favoriser la liquidité du marché de la dette française et de garantir une courbe des taux lisse, sans aspérité ou discontinuité, mais également de répondre à la demande spécifique des investisseurs, l'État a pris l'habitude, à partir de 2009, de proposer d'anciens titres de référence, appelés titres *off the run*, lors des adjudications de titres de référence créés dans l'année.

La réémission de ces anciennes souches a permis de réduire la pression à l'offre sur les titres de référence dans une période de forte croissance des besoins de financement de l'État, alors que l'État avait besoin d'émettre en dehors de ses points de référence pour alléger cette pression. Elle répond également à la demande du marché sur certains titres qui n'étaient plus réabondés, mais très bien valorisés car très recherchés.

Cette politique d'émission sur d'anciennes souches participe à la fluidification du marché de la dette en permettant aux spécialistes en valeurs du Trésor – les grandes banques qui animent le marché secondaire des titres d'État – de retrouver facilement sur le marché les titres qu'ils ont pu céder à un investisseur.

La proportion de ces anciens titres dans l'ensemble des émissions a beaucoup varié ces dernières années, elle a oscillé entre un point haut à 40,5 % en 2010 et un point bas à 17 % en 2017. L'année dernière, elle a été de 24 %.

Cette réémission de titres sur d'anciennes souches de référence, dont le coupon a été fixé selon les conditions de taux qui prévalaient il y a deux, trois, cinq ou dix ans, est un autre élément essentiel pour comprendre la nécessité des primes ou des décotes à l'émission.

**M. Gilles Carrez.** Pourriez-vous réexpliquer ce que sont une souche de référence et un coupon ?

**M. Anthony Requin.** J'allais y venir : il s'agit des caractéristiques d'un titre obligataire.

Un titre obligataire traduit l'engagement de l'État, en contrepartie d'une somme que lui prête un investisseur, à lui payer un coupon d'intérêt, qui rémunère le temps pendant lequel la somme est mise à la disposition de l'État et le risque encouru par l'investisseur, et à lui restituer le montant prêté au terme d'une période donnée.

### Quand enregistre-t-on une prime ou une décote à l'émission ?



#### Exemple :

- en 2018, émission d'une OAT 2028, coupon 1% égal au taux de marché à l'émission
- en 2019, réabondement de l'obligation alors que le taux de marché à 10 ans a baissé à 0%

	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10	TOTAL	
<b>Création de la souche et 1ère émission - année n</b>													
Flux payés par l'Etat	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	101	110
intérêts		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
capital												100	100
Flux reçus par l'Etat	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100
principal	100												100
prime	0												0
<b>Réémission de la même souche en année n+1</b>													
Flux payés par l'Etat	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	101	109
intérêts			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
capital												100	100
Flux reçus par l'Etat	0	109	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	109
principal		100											100
prime		9											9

Imaginons l'exemple d'une obligation assimilable du Trésor, créée en 2018 avec une maturité en 2028, et qui porte un coupon de 1 % correspondant très exactement au taux d'intérêt à dix ans au moment de l'émission. L'État recevra 100 lors de l'émission inaugurale, puis va payer 1 de coupon chaque année, et restituera 100 en capital au bout de dix ans.

Dans cet exemple, aucune prime ou décote d'émission n'est générée par l'émission, puisque le coupon est exactement égal au taux d'intérêt au moment de l'émission.

Imaginons maintenant que cette même obligation soit réémise l'année suivante, en 2019. La taille de cette souche obligataire est accrue en réalisant un nouvel emprunt de 100 sur cette même souche. Et supposons qu'entre-temps, les taux d'intérêt ont baissé : ils ne sont plus de 1 %, mais de 0 %. Les caractéristiques de l'obligation ont été fixées, elles ne peuvent pas être changées. L'investisseur qui acquiert cette souche va récupérer un coupon de 1 % pendant les neuf années résiduelles, jusqu'à la date de maturité, en 2028. Mais comme les taux d'intérêts sur le marché sont de 0 %, acquérir un titre qui va lui servir un taux d'intérêt de 1 % a de la valeur. En conséquence, le titre en question ne vaut plus 100, il faut ajouter la somme des coupons que l'État va lui verser, autrement dit un taux d'intérêt de 1 % pendant neuf ans. Du coup, le titre vaudra non plus 100, mais 109. L'État va donc recevoir 109 et non pas 100 comme lors de la première émission, en 2018.



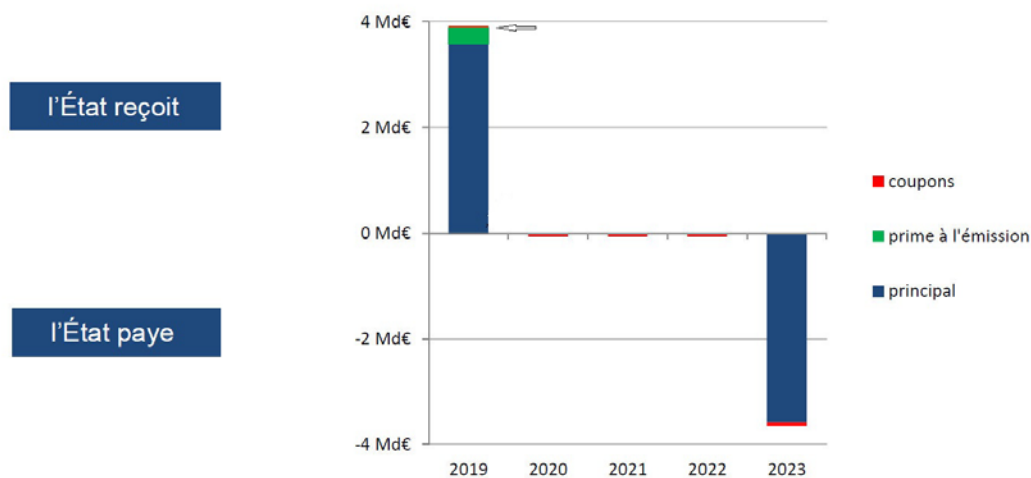
C'est cette différence entre 109 et 100 que l'on appelle « prime à l'émission ». C'est une ressource de trésorerie entraînée par la baisse des taux enregistrée sur le marché lorsque l'État réémet une souche dont les caractéristiques ont été fixées un an ou plusieurs années auparavant. La prime à l'émission apparaît en situation de baisse des taux ; à l'inverse, dans le cas d'une hausse des taux, il y aurait une décote et l'État aurait reçu moins de 100.

Le réabondement d'une souche obligataire entre deux dates, alors que les taux d'intérêt varient tous les jours, entraîne inévitablement des primes et des décotes. D'où le nom d'obligation « assimilable ».

D'un point de vue actuariel, il est rigoureusement équivalent d'émettre une nouvelle souche obligataire de 100 avec un coupon de 0 % et de rembourser 100 à terme que d'émettre un titre avec un coupon de 1 % alors que les taux sont à 0 % et de recevoir 109 et de payer 1 chaque année pendant neuf ans pour rembourser 100 à l'échéance. On verra du reste que cette équivalence est restituée en comptabilité maastrichtienne alors qu'elle n'apparaît pas en comptabilité budgétaire.

Afin de parfaire mon explication, je vais à présent me fonder sur une opération réelle, réalisée le 19 septembre 2019. Ce jour-là, nous avons adjugé une ancienne OAT à dix ans qui avait été créée en 2013, l'OAT 25 mai 2023, qui porte un coupon de 1,75 %. Nous en avons émis pour 3,582 milliards d'euros, alors que le taux de marché était à ce moment-là négatif, à -0,66 %.

#### Description des flux de trésorerie associés à l'opération d'emprunt du 19 septembre 2019

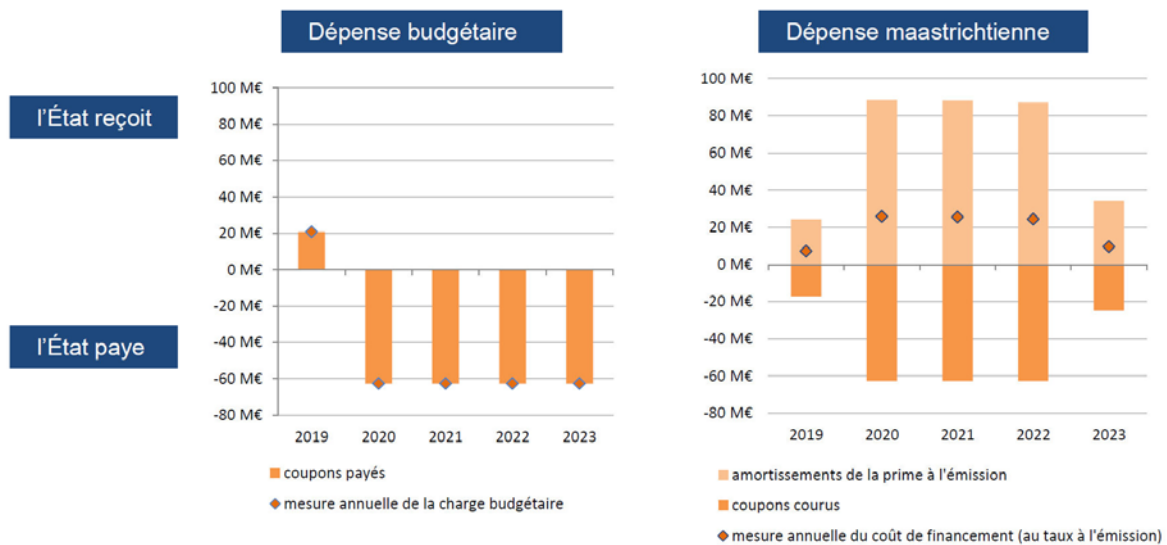


Le jour de l'émission, l'État a reçu le montant principal qu'il devra restituer en 2023, soit 3,582 milliards d'euros. Puisque le titre porte un coupon de 1,75 %, l'État va payer ces intérêts sur cette somme en 2020, 2021, 2022 et 2023. Et pour compenser la différence entre les taux d'intérêt au jour de l'émission, à -0,66 %, et le coupon de 1,75 %, l'État va recevoir une prime à l'émission de 322 millions d'euros.

Les flux de trésorerie se composent donc du principal - 3,582 milliards d'euros - ; de la prime à l'émission de 0,322 milliard, et du versement du coupon, soit 1,75 % de 3,582 milliards tous les ans.

Il faut noter une subtilité : le coupon est aussi versé pour l'année d'émission. Dans notre exemple, le coupon se détache au mois de mai, mais l'investisseur qui achète un titre au mois de septembre a le droit de recevoir un coupon plein en 2020, alors qu'il n'a pas porté le titre de mai 2019 jusqu'à mai 2020. Il va donc indemniser l'État pour la période durant laquelle il n'a pas porté ce titre, et lui verser en 2019 une somme correspondant au coupon couru de mai à septembre, matérialisée par un minuscule trait rouge, à peine visible, tout en haut de la colonne 2019 (flèche blanche).

Les deux graphiques ci-dessous montrent comment toutes ces opérations sont enregistrées en comptabilité budgétaire et en comptabilité maastrichtienne – autrement dit en droits constatés, comme elle apparaît dans la comptabilité générale de l'État.



En comptabilité budgétaire, à gauche, l'État va recevoir en 2019 le coupon couru à l'émission, et payer le coupon plein de 2020 à 2023. Seul apparaît le coût du coupon versé, soit une charge budgétaire nette.

En comptabilité maastrichtienne, à droite, les mêmes flux de coupons sont enregistrés, mais la prime à l'émission de 322 millions d'euros est étalée sur la durée de vie résiduelle du titre. Le résultat net des deux flux opposés – le paiement des coupons et l'amortissement de la prime à l'émission – fait apparaître un produit net, matérialisé par les petits losanges. Ce qui est tout à fait logique, puisque cette opération a été réalisée alors que le taux sur les marchés était de  $-0,66\%$ . C'est donc bien l'investisseur qui paie l'État, et la comptabilité maastrichtienne permet de l'illustrer.

On notera que cette dichotomie entre comptabilité budgétaire et comptabilité maastrichtienne n'apparaît qu'en période de génération de primes à l'émission : la charge d'intérêt budgétaire est supérieure à la charge d'intérêt maastrichtienne dans la mesure où cette dernière incorpore un produit correspondant à l'amortissement de la prime à l'émission.

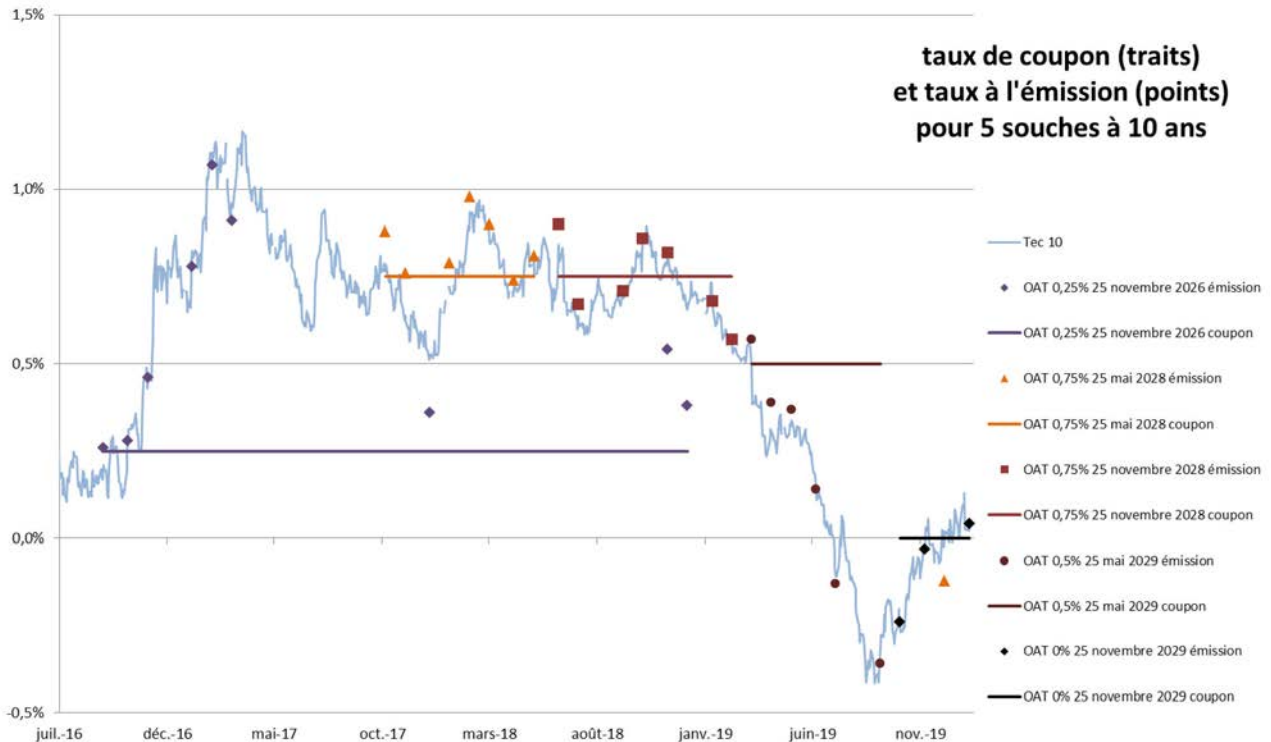
Tout au long de l'année, deux fois par mois, nous émettons trois à quatre titres obligataires et nous générons à chaque fois des primes ou décotes. À la fin de l'année, nous effectuons le calcul du solde de ces opérations, dont nos états financiers donnent une image fidèle.

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

Tableau de passage du stock de primes et décotes de fin 2017 à fin 2018

ÉTALEMENT DES PRIMES ET DÉCOTES À L'ÉMISSION SUR OAT (EN MILLIONS D'EUROS)					
PRIMES	ÉLÉMENTS DU POSTE "PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE"	AU 31/12/2017 (1)	PRIMES À L'ÉMISSION (2)	ÉTALEMENT DES PRIMES (3)	AU 31/12/2018 (1) + (2) - (3)
		sur OAT à taux fixe	59 120	9 056	7 096
	sur OAT à taux variable	10 399	3 123	1 475	12 047
	<b>Total des primes</b>	<b>69 519</b>	<b>12 179</b>	<b>8 571</b>	<b>73 127</b>
DÉCOTES	ÉLÉMENTS DU POSTE "CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE"	Au 31/12/2017 (1)	Décotes à l'émission (2)	Amortissement des décotes (3)	Au 31/12/2018 (1) + (2) - (3)
	sur OAT à taux fixe	8 821	845	1 198	8 467
	sur OAT à taux variable	651	-	89	561
	<b>Total des décotes</b>	<b>9 471</b>	<b>845</b>	<b>1 288</b>	<b>9 028</b>

Le tableau ci-dessus, extrait du rapport annuel de l'agence, que vous pouvez trouver sur notre site internet, retrace l'évolution du stock de primes et de décotes à l'émission de fin 2017 à fin 2018. Fin 2017, en comptabilité de droits constatés, le total des primes était d'environ 69 milliards et celui des décotes de 9 milliards. Il faut évidemment prendre en compte l'étalement des primes et l'amortissement des décotes, calculés sur la durée de vie résiduelle correspondant à chaque titre au moment de son émission : ces montants, repris dans la colonne (3), diminuent le stock au cours de 2018 à hauteur d'environ 8 milliards pour les primes et de 1,2 milliard pour les décotes. Inversement, au cours de la même année, nous avons émis des titres sur le marché, et donc généré de nouvelles primes et décotes, retracées dans la colonne (2), qui accroissent d'autant le stock, qui s'est accru respectivement à hauteur de 12 milliards pour les primes et 800 millions pour les décotes.

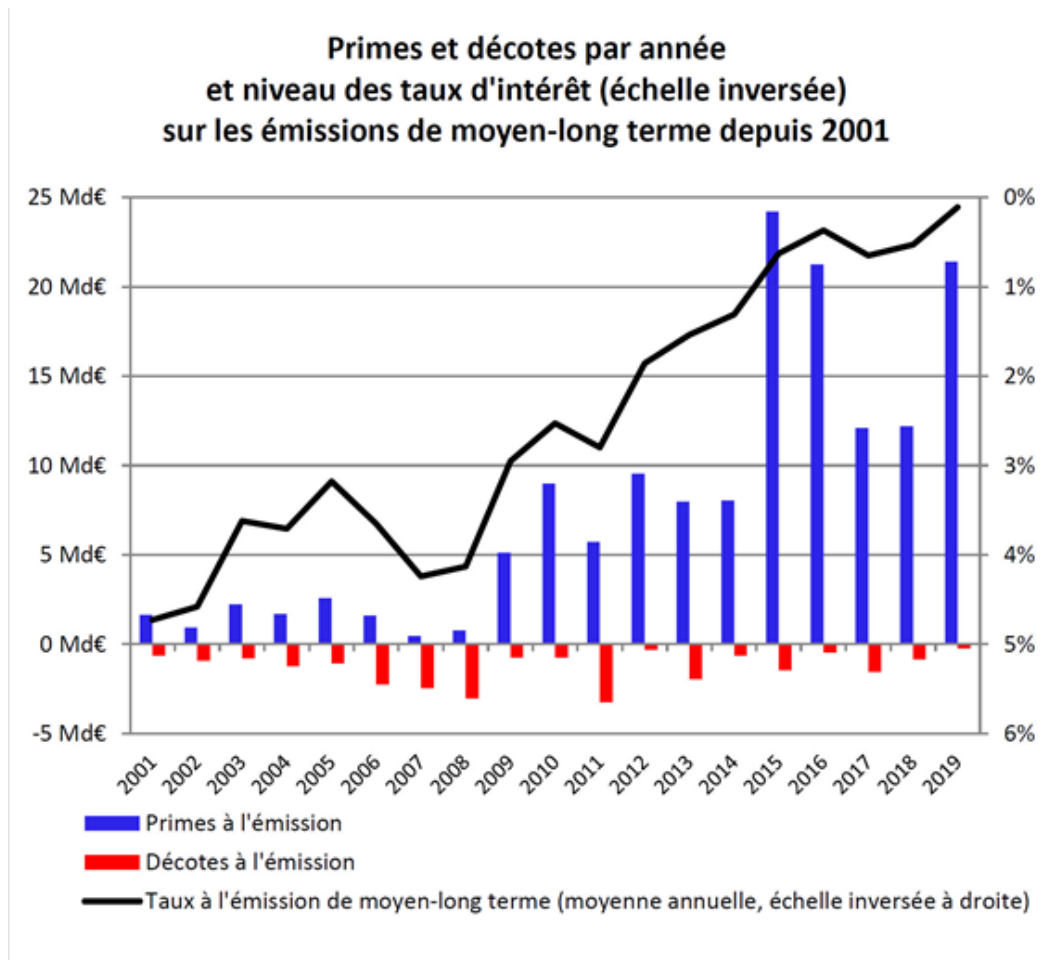


Comment expliquer la variation du montant des primes et décotes d'une année sur l'autre ? Le phénomène de primes à l'émission est fortement accru par l'ampleur annuelle de la variation des taux d'intérêt. La génération de primes et de décotes peut intervenir, y compris sur un titre créé au cours de l'année, même en fixant le coupon à un niveau très proche du taux de marché, comme le montre le graphique ci-dessus : la courbe brisée bleu ciel

représente l'évolution des taux d'intérêt à dix ans sur les marchés, le trait plein représente le taux de coupon d'une obligation assimilable du Trésor à dix ans.

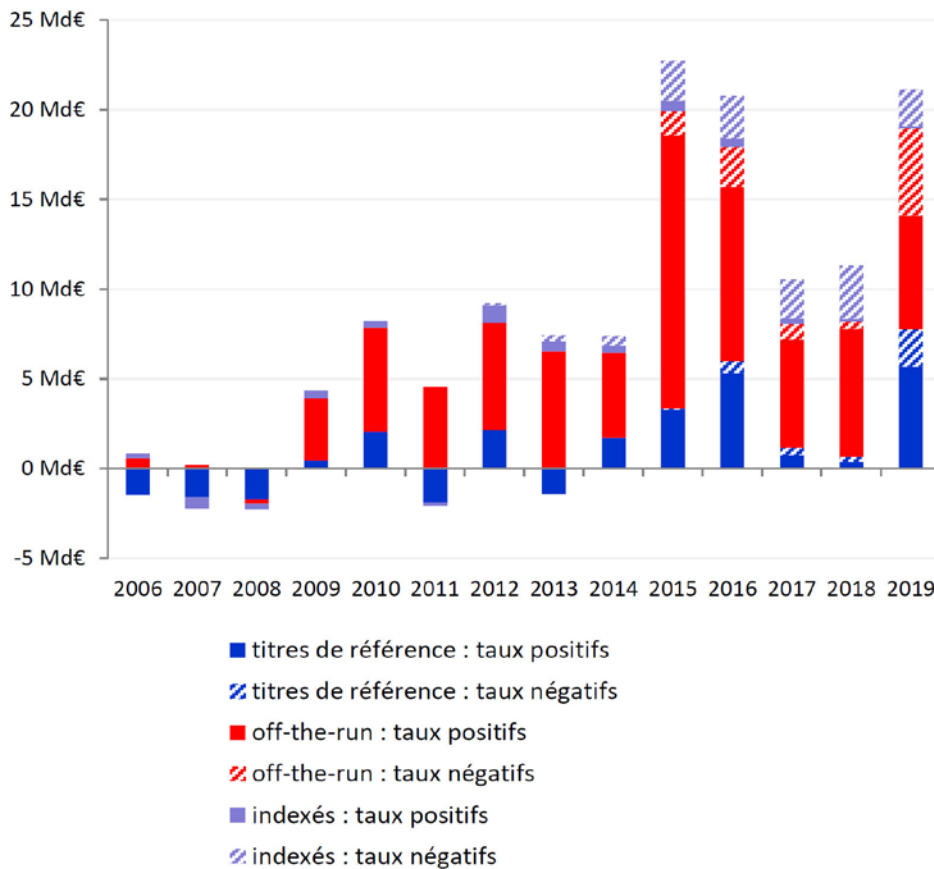
Vous pouvez constater que le taux de coupon est initialement fixé à un niveau très proche des conditions de marché : quand l'État crée un titre sur le marché, il a vocation à créer un coupon proche des taux du marché. Nous ne visons jamais à créer des primes à l'émission : c'est un résidu de l'évolution des taux de marché. Les petits points matérialisent le réabondement de chacune des souches de référence au mois le mois : lorsqu'ils sont en dessous du trait, cela signifie que l'OAT considérée a donné lieu à une prime à l'émission ; lorsqu'ils sont au-dessus, c'est une décote.

Les OAT peuvent connaître des destins très différents : ainsi, l'OAT de novembre 2026 – coupon à 0,25 % – ne génère quasiment que des décotes à l'émission, car les taux sont systématiquement supérieurs au taux de coupon lors des réémissions. L'OAT mai 2029 – coupon à 0,5 % – a été créé cette année, à un moment où les marchés étaient à peu près à ce niveau ; les taux ayant fortement baissé après le mois de mai 2019, cette obligation ne va générer que des primes – à hauteur de près de 1 milliard d'euros en 2029. L'OAT novembre 2028 – coupon à 0,75 % – a, quant à elle, généré tantôt des primes, tantôt des décotes, car les taux ont oscillé autour du taux de coupon lors des réémissions. Le cas particulier de l'OAT novembre 2029, créée cette année, est intéressant : elle a un coupon à 0 % alors que les taux sont actuellement négatifs, aux alentours de - 0,3 %. Or je n'ai pas le droit de fixer un coupon à un taux négatif, ce qui nous oblige à générer des primes dès sa première émission. Vous l'aurez compris, la génération de primes et décotes est étroitement liée à la variation des taux d'intérêt.



Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des primes et des décotes au fil des ans, la ligne noire représentant l'évolution des taux à l'émission à dix ans. L'échelle est inversée : plus la courbe monte, plus les taux sont bas. Ainsi, en 2019, on a atteint 0,11 %. Ce taux moyen est le reflet des conditions de financement de l'État. On s'aperçoit que la génération des primes à l'émission est une fonction croissante de la baisse des taux.

**Par catégories de titres émis depuis 2006 :  
la proportion d'émissions à taux négatifs augmente (facteur  
de primes)**



Le graphique ci-dessus montre comment se décompose la génération de primes à l'émission, en distinguant les différents titres de référence en fonction de leur taux – positif ou négatif – à l'émission ou à la réémission, les anciens titres de référence (*off the run*), ainsi que les titres indexés sur l'inflation, dont le coupon est extrêmement faible puisqu'indexé sur l'inflation, la charge d'indexation étant payée en fin de vie du titre.

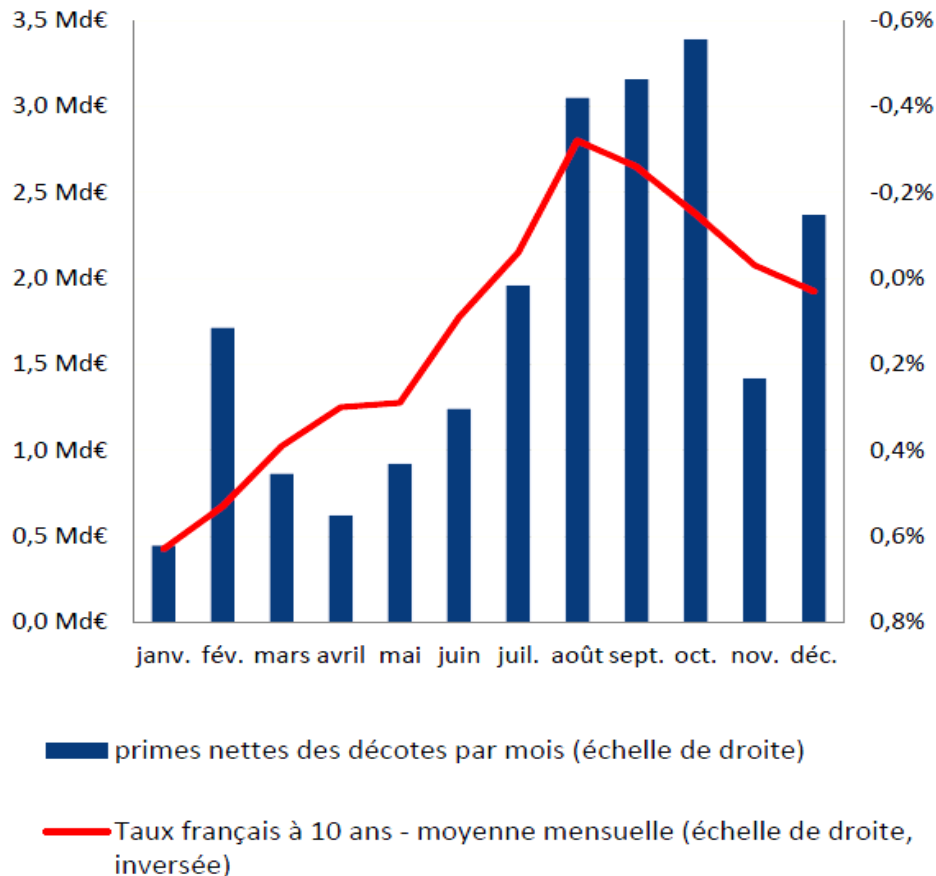
La génération de primes et décotes à l'émission a connu différentes phases : en 2009, à la suite de la crise financière et de l'augmentation des besoins de financement de l'État, notre politique d'émission a évolué et nous avons commencé à inclure une ancienne souche dans chacune de nos émissions pour favoriser la liquidité des titres, diversifier les points d'émission de l'État et diminuer la pression sur le titre de référence. C'est à ce moment qu'apparaissent les premières primes à l'émission sur les anciennes souches de référence.

En 2015, la BCE change de politique et commence à acheter des titres publics, ce qui a provoqué une énorme baisse des taux d'intérêt. L'objectif de la BCE était de parvenir à une translation vers le bas de toute la courbe des taux : elle a donc acheté l'ensemble des titres – titres de référence ou anciens titres de référence –, ce qui a déclenché un besoin d'émission d'anciens titres de référence sur le marché. En conséquence, les primes à l'émission ont fortement augmenté en 2015 et 2016.

En 2017 et 2018, la situation économique s'améliore et les taux connaissent une très légère augmentation : du coup, la génération de primes à l'émission diminue fortement.

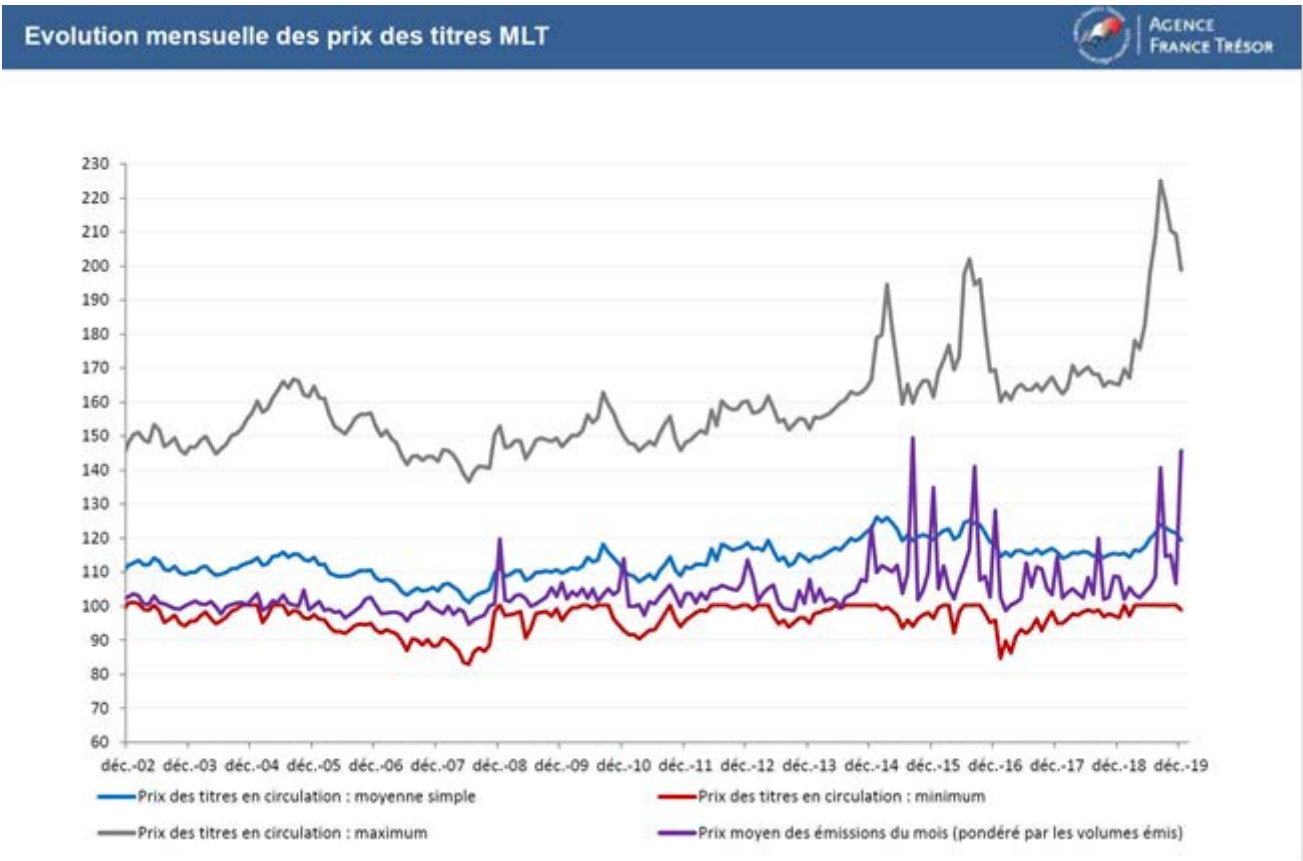
Enfin, depuis 2019, nous commençons à générer des primes à l'émission sur des titres à taux négatif car, même en fixant des coupons à 0 %, nous ne pouvons pas faire autrement.

### Focus 2019 : primes nettes des décotes et taux d'intérêt (échelle inversée) par mois



Le graphique ci-dessus retrace, mois par mois, notre politique de génération de primes à l'émission en 2019. En début d'année, peu de primes ont été générées car les taux étaient à peu près stables. En revanche, à partir du mois d'août, la forte baisse des taux d'intérêt a provoqué une forte hausse de la génération de primes à l'émission. Ce phénomène a été amplifié par la demande, qui se focalise sur des titres de maturité longue et ultra-longue – 2055, 2060, 2066 – dont les coupons ont été fixés en 2005, 2010 et 2016, à des époques où les taux d'intérêt étaient plus élevés.



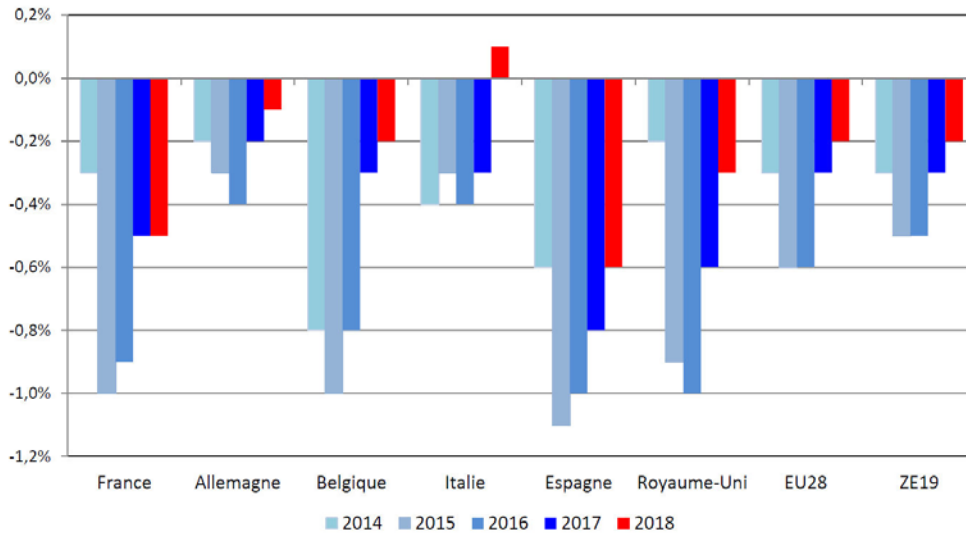


Notre politique d'émission n'a pas pour but de générer des primes à l'émission, comme le démontre le graphique ci-dessus. Chaque fois que la valeur est supérieure à 100, cela signifie que l'OAT a été émise au-dessus du pair, autrement dit pour une valeur supérieure à sa valeur nominale : elle est donc de nature à générer des primes à l'émission si elle est réémise. La courbe rouge retrace l'évolution du prix des titres qui cotent le plus bas dans notre portefeuille de titres, la courbe grise celle des titres qui cotent le plus haut, la courbe bleue la valeur moyenne, autrement dit la moyenne du stock, et la courbe violette le prix moyen des émissions du mois.

Si nous cherchions délibérément à générer des primes à l'émission, la courbe violette serait biaisée et plus proche de la courbe grise. Mais si nous émettons dans la moyenne du stock de titres, la courbe violette se rapproche de la courbe bleue : c'est exactement ce qui apparaît sur ce graphique. La génération des primes à l'émission est bien la conséquence directe de la baisse des taux.

Du reste, la politique d'émission française n'est pas très différente de celle des autres grands pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), notamment de celle des autres grands pays de l'Union européenne et de la zone euro, comme le montre le diagramme ci-dessous, issu de données Eurostat : si l'Italie a généré plus de décotes que de primes en 2018, la France n'est pas dans une situation exorbitante par rapport à l'Espagne, au Royaume-Uni ou à la Belgique : le phénomène que nous rencontrons est largement partagé dans ces pays.

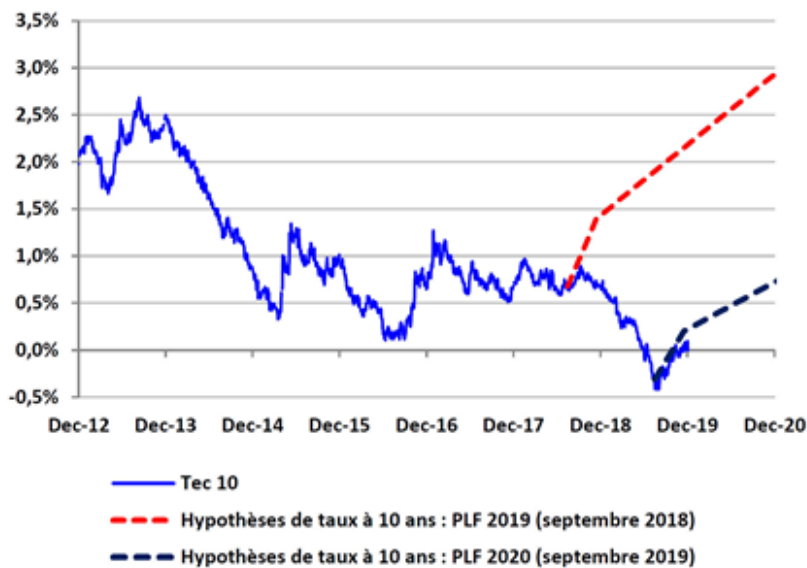
**Effet des primes et décotes à l'émission sur la variation de dette publique en pourcentage du PIB**



L'ampleur de la génération de primes à l'émission, véritable surprise, est à la mesure de l'écart entre l'évolution des taux estimée pour la planification budgétaire et celle constatée au cours de l'année. Le scénario de taux utilisé pour planifier la charge budgétaire est étroitement dépendant du scénario macroéconomique et des prévisions d'inflation et de croissance.

Si l'écart entre la croissance prévue et celle constatée est assez limité, en revanche, l'inflation réalisée a plutôt surpris à la baisse au cours des dernières années. En conséquence, nous avons eu tendance à être prudents sur l'évolution des taux, ce qui explique la surprise à la baisse sur les taux d'intérêt et l'estimation, très basse, des primes à l'émission dans le projet de loi de finances initiale pour 2019. Ces 3 milliards d'euros étaient cohérents avec le scénario de taux retenu à l'époque.

**Taux d'État à 10 ans et hypothèses des deux derniers PLF**

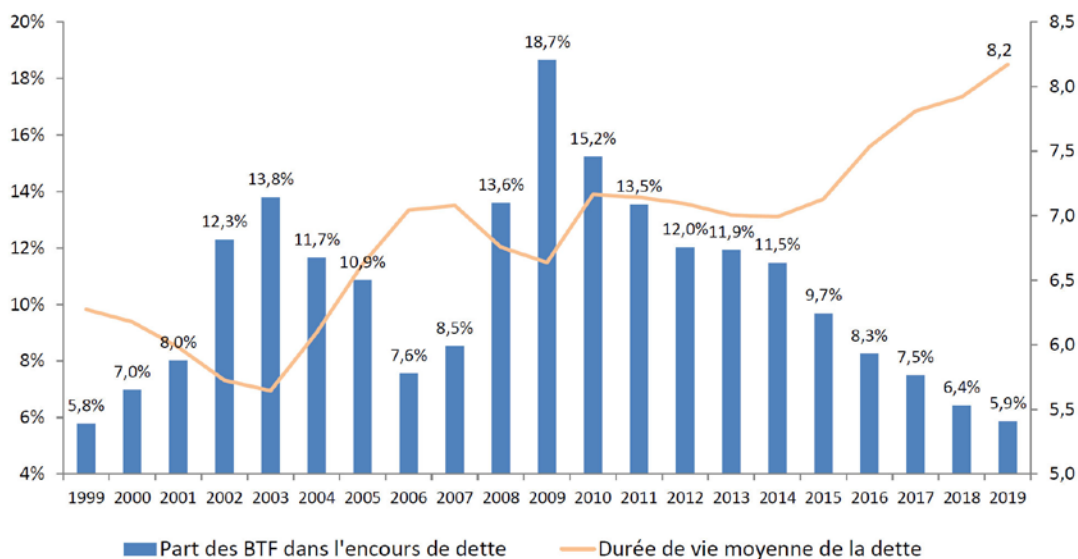




Comme la plupart des acteurs de marché, en septembre 2018, nous avons anticipé dans nos hypothèses de taux à dix ans un début de normalisation de la courbe des taux puisque la BCE était en phase d'arrêt de son programme d'achat de titres du secteur public (*public sector purchase programme* — PSPP). Mais, en décembre 2018, la réserve fédérale américaine a changé d'orientation, tout comme, en juin 2019, la Banque centrale européenne, qui a de nouveau acheté des titres publics. En conséquence, les taux ont baissé au lieu d'augmenter. Cela explique la surprise en matière de génération de primes à l'émission, proche de 21 milliards d'euros en 2019, contre les 3 milliards estimés.

Un tel écart peut-il se reproduire en 2020 ? C'est toujours possible, mais cela impliquerait une baisse de taux de même ampleur que celle de 2019 – en moyenne près de 40 points de base (soit 0,4 %). Cela ne correspond pas du tout au scénario retenu par les acteurs de marché, qui parient plutôt sur une stabilisation des taux, voire une très légère remontée. En conséquence l'émission de primes devrait être plus proche de celles des années 2017 et 2018 que de celles des années 2019, 2015 ou 2016.

Ces primes à l'émission supplémentaires représentent pour l'État et l'AFT une ressource de trésorerie inattendue, que nous recyclons en diminuant l'endettement à court terme traditionnellement utilisé pour faire face aux surprises, positives ou négatives, qui peuvent survenir – déficit plus important que prévu du fait d'une croissance économique plus faible que prévu, vote soudain d'un plan de relance – et que nous finançons ordinairement par des bons du Trésor à court terme (ou bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté – BTF). C'est donc très naturellement que nous utilisons également ce segment des titres d'État à court terme pour recycler les primes à l'émission, ce qui nous permet d'en diminuer le stock.



Ainsi que le montre le graphique ci-dessus, l'encours des BTF est à son plus faible niveau historique. Cela a également contribué à l'augmentation de la durée moyenne de vie du stock de la dette française. C'est très positif dans la mesure où nous réduisons le risque de refinancement de l'État, tout en reconstituant une marge de sécurité, ce qui nous permet de mieux absorber les éventuels chocs. Ainsi, en 2006 et 2007, après le choc de la crise financière, nous avons utilisé le marché des titres d'État à court terme pour faire face à la forte – et inattendue – croissance du besoin de financement de l'État : les titres à court terme représentaient alors près de 18 % de l'encours de la dette totale. Nous sommes désormais revenus à 6 % et nous sommes prêts à faire face à un éventuel choc financier macroéconomique d'une ampleur équivalente – même si personne évidemment ne le souhaite.

**M. le président Éric Woerth.** Vos explications soulèvent de nouvelles questions : pourriez-vous nous expliquer l'intérêt d'émettre sur des souches anciennes ? En effet, l'émission de souches nouvelles limiterait les différences de taux et donc la perception de primes ou de décotes.

Vous avez raison, c'est la même chose sur le plan actuariel – on le constate en comptabilité maastrichtienne –, mais les primes à l'émission n'en constituent pas moins un apport de trésorerie immédiat pour l'État. N'ont-elles pas des conséquences, au moins sur le plan optique, en comptabilité budgétaire et sur notre capacité à financer le déficit budgétaire ?

Le niveau prévisionnel des primes à l'émission est assez faible pour 2020. Vous nous avez expliqué le phénomène qui s'est produit en 2019. Vous faites à nouveau un pari sur les taux. Pourriez-vous nous le confirmer ?

Nous en reparlerons avec le rapporteur général, mais peut-être serait-il intéressant que les membres de notre commission puissent venir dans vos locaux afin de mieux comprendre comment vous travaillez et suivre une de vos opérations.

**M. Laurent Saint-Martin, rapporteur général.** Je vous remercie pour ces explications sur un sujet très technique, mais essentiel.

La différence entre les prévisions de primes à l'émission nettes de décotes adoptées en loi de finances initiale et ce qui est finalement voté en loi de finances rectificative nous préoccupe tout particulièrement : c'est une question de sincérité budgétaire. Nous comprenons votre difficulté à prévoir, mais les chiffres sont significatifs : 3 milliards d'euros budgétés en loi de finances initiale pour 2019, 17 milliards en loi de finances rectificative... En loi de finances initiale pour 2020, on budgète à nouveau 3 milliards d'euros. Va-t-on découvrir 15 à 20 milliards d'euros dans le projet de loi de finances rectificative ? Est-on totalement incapable de le prévoir à ce stade ?

Les dépenses adossées à l'émission d'OAT vertes (*green bonds*) ont fait l'objet de débats intenses lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2020, du fait de la suppression du compte d'affectation spéciale (CAS) *Transition énergétique*. Je faisais partie de ceux qui appelaient à sa suppression, d'autant que ces dépenses étaient éligibles aux nouvelles OAT vertes. L'encours de ces OAT avoisine les 20 milliards : est-ce suffisant ? A-t-on la possibilité de réémettre d'anciennes souches ou doit-on en émettre de nouvelles, auquel cas nous avons bien fait de prévoir la suppression du CAS ?

Le gouverneur de la Banque de France estime que l'on se dirige vers une plus grande stabilité économique, et donc vers une politique monétaire également plus stable. L'AFT a-t-elle une analyse similaire ? Quelle est la part du structurel et celle du conjoncturel dans l'actuel environnement de taux bas ?

Enfin, quelles ont été les conséquences de la reprise de la dette de SNCF Réseau pour l'AFT ?

Question annexe : avec Joël Giraud et le président Woerth, nous nous penchons sur la révision de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF). Nous avons émis l'idée d'un débat annuel au Parlement sur la dette et les conditions de son financement. L'AFT pourrait-elle nous accompagner dans cette démarche ?

**M. Michel Lauzzana.** La dette est un marronnier qui revient régulièrement. Récemment, le Groupe de la Banque mondiale a tiré la sonnette d'alarme : la dette mondiale a connu une augmentation inquiétante, très importante et très rapide. Elle atteint désormais 230 % du produit intérieur brut (PIB). De surcroît, dans les pays émergents, elle va de pair avec de faibles investissements. Elle est à la fois publique et privée, et souvent détenue par

des créanciers extérieurs. Cet endettement mondial vous inquiète-t-il ? Son niveau est-il alarmant ?

Le Groupe de la Banque mondiale soutient les pays dans la gestion de leur dette. Vous avez votre propre vision, celle d'une gestion de la dette propre à contrer les effets d'une future crise. Quelle serait votre stratégie si la crise que certains nous promettent survenait ?

**M. Gilles Carrez.** Je tiens à saluer la qualité de la gestion de la dette française par l'Agence France Trésor. Tant en termes de liquidités que de profondeur de la dette, nous ne déplorons à ma connaissance aucun incident au cours des dernières années, contrairement à la gestion du Bund, l'emprunt d'État à dix ans allemand.

Mais cette médaille a un revers : le problème de la dette est complètement anesthésié ; on n'en parle plus.

**M. le président Éric Woerth.** Exactement !

**M. Gilles Carrez.** Le nouveau rapporteur général et le président ont raison : il est essentiel de débattre régulièrement de la dette. Prenons l'exemple des 205 milliards à mobiliser en 2020 : seule une fraction correspond au déficit car plus de 110 milliards sont liés au refinancement, réalisé à des taux d'intérêt inférieurs à la dette qu'on remplace. Autrement dit, plus je m'endette, moins cela coûte : la dette de l'État a été multipliée par deux au cours des quinze dernières années et la charge de la dette a diminué. Prenons garde : certes, la dette à court terme a diminué, tout comme l'encours des OAT indexées sur l'inflation, qui nous avaient causé de sérieuses difficultés sous la précédente législature. Certes, la maturité de la dette atteint plus de huit ans. Reste qu'elle a franchi les 100 % du PIB...

Je n'ai pas été entièrement convaincu par vos explications sur les primes d'émission. Une prime en cas de baisse des taux d'intérêt, oui, mais avec modération... Sous la précédente législature, en 2014 ou 2015, on est monté à 25 milliards ! Monsieur Requin, vous nous expliquez que la prime d'émission constitue de la trésorerie qui nous permet de diminuer l'endettement à court terme. J'avais saisi la Cour des comptes pour disposer de son analyse. Dans deux rapports, celle-ci indique que la prime d'émission permet aussi de réduire le recours supplémentaire à l'endettement à moyen et long terme. Dans un pays où l'endettement tangente les 100 % du PIB, avec des fonctionnaires de votre qualité, il peut être très tentant pour un Gouvernement de faire de petits ajustements à 97, 98 ou 99 % : 25 milliards de primes d'émission, c'est un point de PIB... La gestion de la dette et des primes d'émission n'est-elle pas également une affaire politique ? Vous ne m'empêchez pas de le penser.

**Mme Marie-Christine Dalloz.** Très bien !

**Mme Sarah El Haïry.** En 2017, la France a lancé sa première obligation souveraine verte, à hauteur de 7 milliards d'euros. Notre pays est devenu le premier État à émettre un emprunt vert d'une telle ampleur. Il faut le saluer. En mai 2019, l'encours atteignait 19 milliards d'euros. Nous devons continuer à jouer un rôle moteur dans la mise en œuvre des ambitions environnementales et de l'Accord de Paris. L'Agence France Trésor a-t-elle atteint les objectifs fixés en 2017 ?

Le rapport d'allocation et de performance 2018 de l'OAT souligne que les dépenses vertes éligibles sont identifiées chaque année *ex ante* par un comité de pilotage interministériel. Pourriez-vous revenir sur la méthode du suivi de la performance environnementale de ces dépenses ?

Le rapport de l'AFT souligne le rôle moteur de la France dans l'émission d'obligations vertes. D'autres États ont-ils pris des initiatives similaires ?

**M. Charles de Courson.** Je tiens à rendre hommage à l'excellente gestion de la dette publique française par l'AFT, dont atteste le rapport de la Cour des comptes. Ne prenez donc pas mal mes questions, monsieur le directeur général !

Recevez-vous des directives de votre ministre sur la stratégie de gestion de la dette de l'État ?

À chaque fois que l'on vous interroge sur votre stratégie d'émission et l'arbitrage entre primes d'émission et décotes, vous expliquez que vous répondez aux besoins du marché. Est-ce bien vrai ? Ne suivez-vous pas une stratégie annuelle ? Les autres grands pays, comme l'Allemagne, ont-ils la même que vous ?

Pourriez-vous nous indiquer le montant, en 2019, de l'écart entre la charge nette de la dette de l'État en comptabilité budgétaire et celle en comptabilité nationale ? Les règles actuelles de comptabilité budgétaire donnent-elles une image fidèle du coût de la dette de l'État ?

Quelle est la part de la dette de l'État français détenue par la BCE fin 2019 ? On parle de 25 à 30 %. Auriez-vous le chiffre exact ?

En réponse aux questions que nous vous avons posées en fin d'année dernière, vous nous avez dit qu'il n'était techniquement pas possible de faire payer des coupons négatifs aux investisseurs qui achètent la dette de l'État car cela supposerait que l'État soit ensuite capable d'identifier les millions de détenteurs de sa dette pour les payer, alors même qu'un titre peut changer de mains plusieurs fois dans la même journée. Ce qui expliquerait le coupon à taux zéro et le système des primes d'émission. Est-ce le cas dans tous les pays ? N'existe-t-il aucun État qui émettrait à taux négatif ?

**M. le président Éric Woerth.** J'ai bien conscience que cette première séance de l'année réveille fortement notre appétence pour les sujets techniques, mais aussi politiques !

**M. Anthony Requin.** Vos questions montrent tout l'intérêt que vous portez à la qualité de la gestion de la dette française. Je remercie ceux qui ont salué sa bonne gestion.

Pourquoi émettre sur des souches anciennes ? Quand la décision a été prise en 2009, nous faisons face à une brutale augmentation des besoins de financement de l'État et notre situation face au crédit était tendue – nous avons subi plusieurs dégradations. Or les analystes de marché et les agences de notation observent tous le même indicateur : l'écart (*spread*) de taux entre la France et l'Allemagne, et particulièrement sur les taux à dix ans.

Avant la crise, notre programme de financement oscillait autour de 100 milliards d'euros par an ; avec la crise, il était passé à 180 milliards d'euros par an. Comme par le passé, nous aurions pu émettre de nouveaux titres de référence, mais risquions alors d'alourdir la quantité de titres émis sur la maturité à dix ans et de mettre du coup le *spread* France-Allemagne sous pression. Nous avons choisi de diversifier : en effet, certains points de courbes – entre sept et neuf ans ou douze et quinze ans – peuvent être demandés quand les titres n'ont pas été réémis depuis longtemps et sont extrêmement bien valorisés. Cela nous permettait d'émettre dans de bonnes conditions pour l'État, tout en réduisant la pression sur les titres de référence.

C'est donc bien la volonté de réduire la pression sur le *spread* France-Allemagne et de rendre la courbe liquide en tous les points qui nous a conduits à modifier nos principes d'émission en 2009. Auparavant, nous ne rémettions jamais sur d'anciennes souches, sauf pour certains titres à cinquante ou trente ans, comme ce fut le cas entre 2006 et 2010 pour le titre à cinquante ans créé en 2005.

**M. le président Éric Woerth.** Que voulez-vous dire par « courbe liquide » ?

**M. Anthony Requin.** La liquidité sur un marché donné est la capacité de gérer des opérations de taille significative à l'achat et à la vente sans provoquer d'évolution forte des prix. C'est une caractéristique particulièrement prisée par les investisseurs, qui aiment les supports rapidement et facilement liquides et souhaitent que leurs décisions de vente ne se traduisent pas par une forte décote du reste de leur portefeuille.

À la même époque, le marché était également demandeur d'anciennes souches par le fait que la BCE s'est mise à acheter tous les points de la courbe pour provoquer sa translation vers le bas, sans distorsion, sachant qu'elle ne peut détenir plus de 33 % des titres émis par un État. Les assureurs et les fonds de pension n'ayant pas nécessairement envie de vendre leurs titres, les animateurs du marché secondaire qui devaient faire face à cette demande se sont retrouvés « à découvert » – en position *short* comme nous la qualifions. Pour la couvrir, lors des réunions d'adjudication qui précèdent nos émissions, ils ont demandé la réémission des anciens titres de référence qu'ils avaient vendus à la BCE. Étant donné que nous servons la demande là où elle se manifeste – car c'est le meilleur environnement pour émettre dans les meilleures conditions de prix –, nous avons suivi ces indications et réémis d'anciennes souches.

L'estimation des primes à l'émission dans le projet de loi de finances initiale est très dépendante du scénario de taux retenu. En septembre 2018, lorsque nous avons préparé le projet de loi de finances pour 2019, la BCE avait annoncé qu'à partir de décembre, le programme d'achat de titres du secteur public (PSPP) prendrait fin et qu'elle n'achèterait plus de nouveaux titres. Elle ne devait donc plus créer d'action baissière supplémentaire sur les taux. En outre, en 2017 et au premier semestre 2018, la croissance économique était plutôt bonne. Tous les intervenants de marché ont alors fait les mêmes hypothèses de taux. Nos taux à dix ans étaient à 0,6 % – soit 60 points de base en positif. Nous avons alors estimé que l'on s'orientait vers une normalisation monétaire et que les taux allaient progressivement augmenter pour rejoindre la croissance potentielle et le taux d'inflation anticipé : historiquement, les taux à dix ans ne sont pas très différents du taux de croissance nominal de l'économie.

Or cette hypothèse a été invalidée par le tournant de la politique monétaire qui est intervenu d'abord du côté de la FED en décembre 2018, puis du côté de la BCE à la fin du premier semestre 2019, par le ralentissement de la croissance économique et par la manifestation d'un certain nombre de risques, et notamment l'intensification des contentieux commerciaux entre les États-Unis et la Chine. Cela a conduit à des scénarios macroéconomiques beaucoup plus défavorables, ce qui s'est répercuté sur les taux. Une telle évolution était difficilement prévisible.

Allons-nous reproduire la même erreur en 2020 ? C'est toujours possible, je l'ai dit : nous ne sommes jamais à l'abri d'une crise financière ou d'un nouveau conflit au Moyen-Orient. Dans ces conditions, les taux ne seraient pas orientés à la hausse, mais plutôt à la baisse.

Notre scénario actuel pour les taux d'intérêt, à la lumière de notre connaissance du marché et de ses acteurs, est que la politique monétaire devrait être à peu près stable au cours de l'année 2020 – il y aurait une très légère augmentation des taux. La pente de normalisation que nous avons retenue est beaucoup plus faible que celle que nous avions prévue les années précédentes. Au mois de septembre dernier, alors que les taux français étaient de – 0,44 %, nous avons émis l'hypothèse qu'ils s'élèveraient à + 0,2 % à la fin de l'année 2019 et à + 0,7 % à la fin 2020. Nous avons fait l'objet d'un certain nombre de critiques : nous serions trop conservateurs pour les taux d'intérêt à dix ans. Nous avons en tête l'idée que ces taux

sont poussés vers le bas par le contexte macroéconomique et par certaines tensions, notamment sino-américaines. La baisse des taux qui s'est produite au cours de l'été est ainsi imputable au climat de guerre commerciale. Nous nous sommes dit que si les Américains choisissaient la voie de la sagesse et d'un accord commercial, fût-il limité à une première phase – ce qui est tout à fait possible en cette année préélectorale – l'effet de surplomb sur les taux serait susceptible de disparaître : après avoir fortement chuté l'été dernier, ils pouvaient fort bien augmenter d'ici à la fin de l'année. C'est un peu le scénario qui s'est produit : l'année 2019 s'est clôturée avec un taux à dix ans de + 0,08 %, à douze points de base de l'hypothèse que nous avons retenue. Si on reste dans cet univers de taux, la génération de primes à l'émission devrait être inférieure, de plus de moitié, au niveau de cette année.

S'agissant de l'OAT verte, nous nous réjouissons, au niveau technique qui est le nôtre, de la décision de l'Assemblée nationale de rebudgétiser le compte d'affectation spéciale *Transition énergétique*. Cela permet notamment d'augmenter la masse des dépenses vertes éligibles en intégrant l'ensemble de l'effort réalisé par l'État en faveur des énergies renouvelables – ce qui du reste est très apprécié des investisseurs : tant que les efforts en faveur des énergies renouvelables restaient financés par une taxe affectée, nous ne pouvions décemment pas venir leur demander de nous aider à les financer, dans la mesure où ils l'étaient déjà... À partir de 2021, nous pourrions inclure la politique en faveur des énergies renouvelables dans l'assiette des dépenses vertes éligibles, ce qui aura pour effet de la doubler, en la faisant passer de 6 à 8 milliards d'euros à plus de 10 milliards ; on pourra alors imaginer l'émission d'un nouveau titre de référence.

Nous avons atteint nos objectifs d'émission pour l'OAT verte : elle a trouvé son marché et un prix correspondant à une très bonne valorisation. Nous avons promis aux investisseurs qu'ils auraient la même liquidité avec cette OAT qu'avec les autres ; nous avons respecté cette promesse – l'encours est de plus de 20 milliards d'euros – et nous pouvons désormais imaginer d'émettre une nouvelle souche. Sans les dépenses vertes éligibles supplémentaires, notre capacité d'émission aurait été limitée à un montant compris entre 6 et 8 milliards d'euros par an. En 2017, la première année, nous avons émis pour près de 10 milliards d'euros. Avec un montant allant seulement de 6 à 8 milliards d'euros, nous aurions beaucoup de mal à servir le marché avec une souche nouvelle, en faisant face à la demande quand elle se manifeste, ce qui constitue notre ADN, tout en alimentant éventuellement quelques réémissions de la souche actuelle pour assurer sa liquidité. Il était vraiment capital, pour envisager de créer un nouveau point sur la courbe en 2021, de prendre cette décision de budgétiser le CAS.

J'ai déjà un peu répondu à la question sur les taux bas. Les propos du gouverneur de la Banque de France sont frappés au coin de la sagesse et de l'expérience ; nous nous inscrivons dans le même cadre de pensée. Les risques étaient beaucoup plus importants l'année dernière – il y en avait en matière de guerre commerciale, de Brexit sans accord et d'élections anticipées ou de situation politique compliquée en Italie ou en Espagne –, mais ils ne se sont pas manifestés. Dans ces conditions, il est logique de prévoir une stabilisation des taux à politique monétaire inchangée. Si un événement macroéconomique d'ampleur survenait, comme une crise financière qui interviendrait en Chine, par exemple – je ne le souhaite pas –, et qui se propagerait, ou une situation de conflit géopolitique, par exemple au Moyen-Orient, l'univers des taux ne serait évidemment plus le même.

La traduction de la première vague de la reprise de la dette de la SNCF, qui s'élève à un montant de 25 milliards d'euros au 1<sup>er</sup> janvier 2020, est que le besoin de financement de l'État sera alourdi de près de 1,8 milliard d'euros, comme vous l'avez vu dans les documents budgétaires. Nous allons contribuer à l'amortissement de la dette de SNCF Réseau et nous assumerons également la charge d'intérêts liée à la dette reprise – la charge d'intérêts de l'État

augmentera ainsi de 400 millions d'euros. Ces éléments sont retracés dans une ligne spécifique du tableau de financement. Les opérations de préparation se sont bien déroulées, et la reprise de la dette est effective depuis le 1<sup>er</sup> janvier.

Pour ce qui est de la révision de la LOLF et du débat sur la dette et les conditions de financement, je suis naturellement à votre disposition pour contribuer à tous les débats que vous souhaiteriez. La question va au-delà de la simple dette négociable de l'État : nous ne représentons, si j'ose dire, que 80 % de la dette publique. Elle est aussi constituée d'autres éléments. Nous sommes bien sûr à votre disposition pour organiser une visite, par petits groupes, qui vous permettrait d'assister à des adjudications de titres d'État.

Plusieurs d'entre vous s'inquiètent du niveau général d'endettement dans le monde et de la croissance importante de l'endettement de tous les acteurs – les ménages, les entreprises et les collectivités publiques. C'est un sujet de préoccupation, en effet, mais le niveau actuel des taux d'intérêt rend tout à fait soutenable celui de la dette – c'est là qu'il existe, en quelque sorte, un paradoxe. Si les taux d'intérêt étaient ceux qui existaient en 2008-2009, un taux d'endettement de 100 % se traduirait par une pression énorme. Quand les taux d'intérêt des nouvelles émissions sont de 0,11 % à moyen et long terme, comme l'an dernier, que l'intérêt moyen du stock de dette est de 1,7 % en moyenne, que la croissance est de 1,3 % et l'inflation de 2 %, on voit que la dette française, pour peu qu'on fasse ce qu'il faut pour contenir l'évolution des dépenses publiques et réduire le déficit selon la trajectoire de notre programme de stabilité, se met assez rapidement à diminuer. C'est d'ailleurs ce que les agences de notation anticipent. À conditions de taux inchangées, la dette est tout à fait soutenable pour beaucoup d'acteurs économiques, mais ce ne serait plus le cas si un énorme choc de taux intervenait : certains acteurs seraient probablement beaucoup plus en difficulté. Je pense notamment à la dette des entreprises notées en dessous de BBB – la dette corporate dite *high yield*.

Comment contrer une éventuelle crise ? En ce qui concerne la politique de financement de l'État, les principes que nous appliquons visent deux objectifs : conforter notre capacité d'encaisser les chocs et limiter le risque de refinancement. Pour ce qui est de notre capacité d'encaissement, vous avez vu l'évolution de l'encours des titres d'État à court terme ; nous disposons aussi de réserves pour faire face à des besoins de financement inattendus. Pour ce qui est du risque de taux, nous nous attachons à le réduire en allongeant la durée moyenne de la dette française et à consolider notre marché en visant une base d'investisseurs aussi large et diversifiée que possible et un statut de référence au sein des grands marchés de dette. Or ce statut a tendance à se conforter, d'autant que l'Allemagne n'émet plus beaucoup de dette : nous devenons de plus en plus le marché de référence de la dette en Europe, l'actif sûr par excellence. La meilleure manière de nous préserver des crises futures consiste naturellement à diminuer le besoin de financement de l'État et ainsi la taille de notre programme d'émission à moyen et long termes. Nous avons réussi pendant des années à maintenir le besoin de financement de l'État en dessous de 188 milliards d'euros, ce qui correspondait au record de l'année 2010, puis nous avons dépassé ce montant – nous sommes passés à 195, 200 et ensuite 205 milliards d'euros.

**M. le président Éric Woerth.** Nous sommes aussi le marché de référence en matière de déficit...

**M. Anthony Requin.** Si l'on peut réduire les besoins de financement de l'État par une politique budgétaire vertueuse, je ne m'en plaindrai pas.

Vous m'avez interrogé, monsieur Carrez, sur la génération de primes à l'émission, en particulier sur leur ampleur et sur le fait que cela permet de réduire comptablement, ou en tout cas optiquement, l'augmentation de la dette. Vous avez raison au sens où les primes à

l'émission que nous recyclons pour de bonnes raisons, c'est-à-dire pour diminuer le risque de refinancement de l'État en réduisant l'endettement de court terme et en émettant moins de dettes à moyen et long termes, ont eu un effet sur le plan comptable en permettant à la dette nominale d'augmenter plus faiblement que le déficit budgétaire affiché au cours des dernières années. Je peux néanmoins vous assurer que je n'ai jamais reçu la moindre instruction d'un ministre ou d'un directeur d'administration centrale me demandant de choisir des titres permettant de générer des primes à l'émission importantes afin de l'aider à piloter la trajectoire de la dette par rapport au PIB. Je n'ai jamais rien entendu de tel, y compris sous la forme de remarques incidentes. Nous avons toujours été fidèles à notre politique d'émission : servir la demande là où elle se manifeste, dans les points de courbe où elle existe. Le graphique retraçant la valeur moyenne des titres émis que je vous ai présenté tout à l'heure montre que nous n'avons jamais usé de tels biais ni reçu d'instructions de ce genre.

Nous avons atteint tous nos objectifs en ce qui concerne l'OAT verte, madame El Haïry. Nous avons présenté un premier rapport d'évaluation ; nous avons également mis en place un conseil d'évaluation de l'OAT verte, un conseil international composé d'experts indépendants de la finance verte et de l'évaluation des politiques environnementales, ce qui nous permettra de bénéficier d'un regard extérieur. J'espère aussi que cela pourra réconcilier les Français avec la dépense publique – son évaluation y concourt, en tout cas – et peut-être aider à recalibrer certaines politiques publiques à la lumière des travaux réalisés.

D'autres États ont suivi l'exemple de la France : la Belgique, en 2018, puis l'Irlande et les Pays-Bas. Cette année, il a été annoncé que l'Espagne, la Suède et l'Allemagne émettraient également des titres obligataires souverains verts. Comme pour les titres indexés sur l'inflation et ceux à cinquante ans, l'AFT a ouvert la voie. D'autres États se mettent dans notre sillage, en reprenant la même structuration que la nôtre.

Nous ne recevons aucune directive politique, monsieur de Courson. Le ministre s'intéresse naturellement à la politique d'émission de l'État. C'est lui qui valide le montant et le projet qui figurent dans le tableau de financement du PLF, c'est-à-dire la taille du programme et les principes selon lesquels nous agissons. Si le ministre jugeait nécessaire de revoir ces principes, il serait en droit de le faire ; mais jusqu'à présent, il a jugé que ces principes étaient frappés au coin du bon sens et, à l'instar de ses prédécesseurs, il n'a pas remis en cause notre politique d'émission. Une fois que le montant a été adopté par le Parlement, nous exécutons le programme et nous rendons compte au ministre, au jour le jour, de nos opérations de financement.

Les stratégies d'émission de la France et de l'Allemagne sont-elles identiques ? Les politiques menées en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni sont plus proches de la nôtre au regard de celle de l'Allemagne. Ce dernier pays a des besoins de financement moins importants – l'État fédéral allemand vient d'annoncer qu'il a dégagé près de 13 milliards d'euros de surplus budgétaire l'année dernière. L'Allemagne essaie de concentrer ses émissions sur ses titres dits *benchmark*, de référence, qui servent en quelque sorte d'infrastructure pour ses marchés dérivés. Pour que ces marchés, qui représentent un véritable avantage en matière de liquidité, puissent perdurer, il faut que l'Allemagne concentre ses émissions sur les points de benchmark des marchés dérivés – deux ans, cinq ans, dix ans et trente ans.

Je crois que les deux référentiels comptables – la comptabilité budgétaire nationale, qui a été établie par une loi organique, et la comptabilité « maastrichtienne », en droits constatés, fixée par Eurostat – donnent une image fidèle de la réalité, mais en se plaçant sous des angles différents. Il ne m'appartient pas de définir les normes comptables : je me borne à les respecter.



**M. Charles de Courson.** C'est sur l'écart que portait ma question.

**M. Anthony Requin.** En 2019, nous avons prévu 3 milliards d'euros de primes à l'émission en loi de finances initiale, et le montant réalisé s'est établi à 21 milliards d'euros.

S'agissant de la charge d'intérêts, nous avons prévu dans le PLF 31,44 milliards d'euros en comptabilité maastrichtienne et 40,4 milliards en comptabilité budgétaire : l'écart d'environ 9 milliards d'euros est lié aux primes à l'émission. Elles réduisent la charge des intérêts au sens maastrichtien en l'étalant sur la durée de vie résiduelle de la dette.

Pour ce qui concerne la BCE, l'ordre de grandeur que vous avez cité est correct. Celui que j'avais en tête était plutôt de l'ordre de 20 % mais je n'ai pas le chiffre exact – la Banque de France pourrait le préciser. La donnée publiée par la BCE concerne la quantité de titres publics qu'elle achète ; elle ne fait pas de distinction, au sein de la catégorie des titres publics, entre les dettes d'État, celles des collectivités locales et celles des agences publiques d'État. Nous partons de l'hypothèse selon laquelle 80 % des titres publics détenus par la BCE sont des titres gouvernementaux.

Enfin, n'est-il pas possible de faire payer des coupons négatifs ? Je ne connais aucun État qui ait la capacité de le faire. Vous avez évoqué une contrainte liée à la connaissance de la base d'investisseurs, qui change en permanence : chaque jour, des titres d'État sont échangés pour un montant compris entre 10 et 15 milliards d'euros. Du reste, à supposer que la chose fût possible dans le cadre des mécanismes de règlement-livraison, ce ne serait guère prudent : si nous devions aller récupérer auprès de chacun des détenteurs de la dette française un coupon négatif, nous nous exposerions à un risque de contrepartie qui n'est pas souhaitable : le jour prévu, l'entreprise, le particulier ou le fonds qui détient la dette peut être dans l'incapacité d'honorer ses obligations.

**M. Charles de Courson.** Le problème est le même pour les actions : des dividendes sont versés une fois par an, ou parfois plusieurs fois. Or le système fonctionne parfaitement.

**M. Xavier Paluszkiwicz.** Je tiens à vous remercier pour votre présence devant cette commission, monsieur le directeur général. Vous avez largement éclairé la gestion réalisée par l'AFT au service des finances publiques et des engagements financiers de l'État, sujet particulièrement crucial dans le contexte économique actuel. Je rejoins M. Carrez en ce qui concerne la justesse des décisions prises par l'AFT.

L'ancien « trésoriste » au Luxembourg que je suis souhaite notamment vous interroger sur les leçons tirées de la crise financière de 2007-2008. À cette époque, des économistes, tels que le chercheur belge Paul De Grauwe, ont révélé l'existence d'un risque de boucle infernale, dite *doom loop*, où l'accroissement de la dette souveraine entraîne une hausse du bilan des très grosses banques, réputées *too big to fail*, qui détiennent de la dette publique. Face à une crise des dettes souveraines comme celle que nous avons déjà vécue, ces grandes banques, menacées d'instabilité financière du fait de leurs créances improductives requièrent l'intervention des pouvoirs publics pour renflouer leurs comptes : nous en avons déjà fait l'expérience, notamment en 2009. Un cercle vicieux se forme ainsi autour de l'endettement entre les grandes banques et les États. Une telle menace a existé, *de facto*, durant la grande dépression de la fin des années 2000. Pouvez-vous nous indiquer comment est considéré aujourd'hui le risque de *doom loop* au sein de l'agence que vous dirigez ? Cette hypothèse est-elle à vos yeux crédible ou bien estimez-vous qu'elle peut être écartée ? Si ce n'est pas le cas, comment envisagez-vous précisément de diversifier la détention de la dette française, aujourd'hui proche de 100 % du PIB ?

**Mme Véronique Louwagie.** Vous nous avez beaucoup parlé de l'impact des taux bas. Je voudrais aussi aborder la question de leurs effets sur les intermédiaires financiers,

notamment les banques et les assureurs, qui voient se réduire leurs marges sur les crédits bancaires et les placements financiers. Ce phénomène n'est-il pas de nature à mettre en difficulté les organismes financiers ? Dès lors que la rentabilité future des banques serait affectée, ce qui constitue un sujet de préoccupation, pourrait-on se trouver dans une situation où l'État devrait voler à leur secours ?

**M. Fabrice Le Vigoureux.** Merci pour vos propos extrêmement précis et didactiques, monsieur le directeur général.

Ma première question concerne votre scénario de taux pour 2020. Vous avez dit que l'hypothèse que vous aviez retenue en septembre 2018 a été quelque peu déjouée. Imaginons une remontée des taux de l'ordre de cinquante ou de cent points de base : je suppose que vous avez des tableaux montrant l'impact que cela pourrait avoir non seulement sur la trésorerie, mais aussi sur la charge financière pour l'État. Nous savons que les intérêts représentent entre 35 et 45 milliards d'euros par an. Quel serait l'impact d'une remontée des taux de cinquante points de base sur la charge d'intérêts ?

J'aimerais également revenir sur la spécialisation des titres de dette de l'État – les OAT vertes constituent une spécialisation et une sorte de fragmentation de la dette, comme l'a écrit notre rapporteure spéciale, Bénédicte Peyrol, dans son dernier rapport sur les engagements financiers de l'État. Jusqu'où peut-on aller dans cette fragmentation ? Cela implique-t-il une complexité de gestion nouvelle et un risque de liquidité ? Par ailleurs, cela va-t-il à l'encontre du principe d'universalité budgétaire ? Peut-on imaginer que le directeur général de l'Agence France Trésor émette dans dix ou quinze ans des OAT extrêmement spécialisées, les unes pour financer l'enseignement supérieur ou un plan campus, par exemple, et les autres une politique sociale ?

**M. Michel Castellani.** Sur le plan technique, le travail de l'AFT est certainement remarquable mais, sur le fond, je trouve malsain que l'endettement public serve de fonds de commerce, qu'il puisse alimenter une fonction exclusivement financière, autrement dit la spéculation.

Le besoin de financement atteindra un record cette année et ce sera probablement aussi le cas pour la charge d'intérêts. Le risque d'une inversion de la courbe des taux est une épée de Damoclès au-dessus de nos têtes, à plus forte raison lorsque 54 % de la dette sont détenus par des non-résidents. Rien n'indique du reste que la politique de Mme Lagarde à la BCE sera la même que celle de M. Draghi.

Je voudrais vous interroger sur le financement de la transition énergétique. L'encours des *greens bonds* ne cesse d'augmenter, mais il ne représente globalement qu'environ 1 % du total. Comment pourrait-on favoriser les émissions d'OAT vertes ? Elles sont manifestement insuffisantes au regard des besoins liés à la transition énergétique.

**M. François André.** Ma question porte également sur les obligations vertes, non pas celles émises par l'État, mais celles d'un certain nombre de collectivités territoriales. L'encours s'élevait à 2,1 milliards d'euros à la fin de l'année 2019, ce qui n'est pas négligeable. Néanmoins, les collectivités font état de contraintes fortes en matière d'émission, d'abord en matière de reporting. Il semble qu'elles aient du mal à évaluer la manière dont les crédits sont utilisés, même si je suis un peu étonné que de grandes collectivités ne se soient pas dotées pour réaliser ce travail d'une ingénierie comparable à celle dont l'État peut disposer. Le volume des émissions obligataires est un autre obstacle : les collectivités ont évidemment besoin de se regrouper pour avoir une surface financière plus importante et plus attractive. Bien que ces questions ne relèvent pas, en elles-mêmes, des missions de l'Agence

France Trésor, quels enseignements peut-on tirer de l'OAT verte que vous gérez en ce qui concerne les emprunts verts des collectivités territoriales ?

**M. Fabrice Brun.** L'Agence France Trésor remplit une double mission : gérer la trésorerie et la dette de l'État en valorisant au mieux les titres émis. C'est apparemment bien fait – d'autres l'ont souligné avant moi. Je voudrais profiter de votre présence pour vous poser une question dont j'espère qu'elle ne vous paraîtra pas trop profane. Quels sont les détenteurs de la dette française ? De quels types d'investisseurs s'agit-il ? Dans quelles zones géographiques du monde sont-ils situés ? Existe-t-il une information publique en la matière ? Je pense que chacun comprend bien le sens de ces interrogations, qui concernent le niveau de notre dépendance extérieure. À ma connaissance, les deux tiers de la dette sont détenus par des non-résidents. Je crois que la représentation nationale et les Français sont en droit de savoir qui détient la dette de notre pays.

**M. Anthony Requin.** Merci pour cette nouvelle vague de questions, tout aussi pertinentes.

En ce qui concerne le risque de boucle entre le souverain et le bancaire, nous regardons régulièrement quelle est la quantité de dette française détenue par les établissements bancaires de notre pays et nous faisons des comparaisons avec d'autres États européens. Les banques françaises sont celles qui détiennent le moins de dette de leur propre pays – la proportion est plus faible qu'en Allemagne, en Italie ou en Espagne. Je crois que seuls les Pays-Bas font un peu moins que nous. Il n'y a pas de très forte exposition des banques françaises à la dette de notre pays.

Rappelons également que les crises récentes ont surtout été la conséquence d'une politique de crédit mal ciblée et de risques immobiliers mal maîtrisés : qu'il s'agisse de l'Islande, de l'Irlande ou de l'Espagne, ce n'est pas le souverain qui a mis en danger le secteur bancaire. C'est un peu plus tangent en Grèce où l'origine de la crise est plutôt à rechercher dans la dégradation des finances de l'État, mais ce n'est pas ce qu'on a observé en général dans la zone euro.

Je tiens par ailleurs à insister sur le fait que les banques sont des investisseurs capables d'aller à l'encontre du marché à certains moments et de stabiliser la situation. Sans les banques espagnoles en 2012 et, probablement, sans les banques italiennes il y a un an ou deux, la spéculation qui s'est déchaînée à propos de la dette de ces deux pays aurait pu faire beaucoup plus mal.

Il faut appréhender dans sa globalité la question de la boucle « souverain-bancaire », que nous souhaitons naturellement limiter. C'est un sujet très complexe qui fait l'objet de beaucoup de discussions au niveau européen dans le cadre de l'accomplissement de l'Union bancaire et de l'Union des marchés des capitaux.

Je ne m'aventurerai pas davantage sur ce sujet. Ce qui me paraît souhaitable est que l'Europe ne se tire pas dans une balle dans le pied en adoptant des règles que d'autres grandes banques, japonaises, américaines ou britanniques, n'observeraient pas : il n'y a pas de raison d'interdire aux banques de détenir des actifs du pays où elles opèrent, où la totalité de leurs risques est située. Je ne suis pas sûr qu'interdire à la Société Générale d'acheter de la dette française insensibiliserait beaucoup cet établissement à une crise grave qui interviendrait en France, compte tenu de son exposition à travers le crédit aux particuliers et aux entreprises.

La baisse des taux est-elle porteuse de risques pour le système financier ? J'ai envie de vous renvoyer à la conférence que le gouverneur de la Banque de France a récemment donnée à l'université Dauphine, au cours de laquelle ce sujet a été très bien traité. À court terme, il ne faut pas sous-évaluer le soutien que la baisse des taux orchestrée par la BCE a

apporté en ce qui concerne la croissance économique, la croissance des volumes de crédit, mais aussi la diminution du chômage, des risques, du coût du crédit et de l'importance des prêts non performants dans l'ensemble des bilans des banques. Une chose est certaine : une situation de taux bas qui se prolongerait pourrait mettre sous tension le secteur financier – pas seulement les banques mais aussi les assureurs et les fonds de pension – et susciter un besoin de changer de modèle d'affaires. Quand les taux à dix ans français sont proches de zéro, peut-être faut-il songer à commercialiser d'autres types de produits d'assurance vie, plus orientés vers les unités de compte que vers les contrats en euros ; sinon, cela devient très difficile. Les banques doivent aussi revoir leur modèle d'affaires, diminuer les coûts de structure et envisager des fusions transfrontalières pour faire face à leur environnement, même si l'on peut espérer revenir dans quelques années à une normalisation monétaire grâce à une courbe des taux à nouveau un peu plus pentue qui permettra au secteur bancaire de faire face à ses charges.

Vous m'avez aussi interrogé sur les scénarios de taux. Nous produisons effectivement des analyses de sensibilité – je vous renvoie au bleu budgétaire du programme 117, *Charge de la dette et trésorerie de l'État*. Nous faisons des simulations en comptabilité maastrichtienne de l'impact d'une augmentation de cent points de base des taux au 1<sup>er</sup> janvier. L'impact serait à peu près de 2 milliards d'euros de charges supplémentaires la première année, et il augmenterait ensuite d'environ 2 milliards d'euros par an. Pour cinquante points de base, le « tarif » serait de l'ordre de 1 milliard d'euros.

S'agissant de la fragmentation de la dette française et des OAT thématiques ou sectorielles, je ne suis pas loin de partager votre souci. Cela étant, il ne faut pas abuser des bonnes choses... Nous avons réussi, dans le cadre de l'OAT verte, à traiter les contraintes liées à la complexité de l'émission et à la masse limitée des titres, sans pour autant enfreindre nos principes qui consistent à répondre à la demande à chaque fois qu'elle se manifeste. Nous avons résolu le risque apparent de contradiction en choisissant une maturité pour laquelle nous avons estimé que la demande naturelle pourrait être voisine de la taille des dépenses vertes éligibles. On peut dire que nous n'avons pas visé trop loin de la cible. Vous avez néanmoins raison : si nous devons multiplier ce type de pratique, sous la forme de *bonds* sectoriels de la défense nationale et de l'éducation, de *social bonds* ou de *bonds* du développement, on se retrouverait avec une dette totalement fragmentée, des encours excessivement limités, une courbe beaucoup plus déstructurée, moins lisse et moins liquide. Ce n'est pas une voie dans laquelle nous souhaitons nécessairement nous engager.

Comment favoriser les émissions d'OAT vertes ? Je vous renvoie naturellement aux discussions sur les politiques publiques environnementales, à la question du degré de soutien que l'État souhaite apporter dans ce domaine et à tous les travaux et aux politiques financières visant à bâtir un écosystème qui facilite les émissions par des collectivités locales et des entreprises.

La décision de l'État de s'engager dans l'émission de titres souverains verts avait vraiment pour objet de contribuer à bâtir cet écosystème. Plus vous aurez des titres souverains verts ayant une bonne qualité de crédit et une bonne liquidité, plus vous encouragerez les gestionnaires d'actifs à diversifier les signatures en prenant à la fois des titres souverains et des titres *corporate* ou de collectivités, même si ces titres sont peut-être un peu plus risqués et un peu moins liquides. Le titre souverain vert offre le confort de pouvoir aller vers d'autres signatures.

L'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte est aussi très important pour engager toute la gestion d'actifs en France dans cette voie. Les ONG

font pression sur les grands gestionnaires d'actifs et les entreprises. Tout cet ensemble favorise l'écosystème dans lequel nous nous insérons.

Vous avez évoqué la difficulté pour les collectivités locales d'émettre des titres verts. Se lancer dans l'émission de tels titres n'est pas une partie de plaisir : cela demande d'assurer un suivi important, de bâtir un système de reporting efficace auquel les investisseurs peuvent croire et d'être capable d'évaluer des politiques publiques. Ce n'est donc pas donné à tout le monde, et l'idée de pratiquer des émissions groupées est probablement bonne. Il existe d'ailleurs des structures pour les collectivités qui souhaiteraient le faire : l'Agence France Locale pourrait également concevoir ce type de produits.

La question de la détention de la dette française par des non-résidents a été évoquée à plusieurs reprises. Du fait des politiques d'achat de titres publics menées par la BCE, la quotité de titres entre les mains de non-résidents n'est plus de deux tiers mais de 50 %, dont la moitié en zone euro ; autrement dit, seulement 25 % des titres français sont détenus hors zone euro. Par ailleurs, détenir un titre de dette publique, ce n'est pas comme détenir une fraction du capital d'une entreprise. La possession d'actions donne droit à des pouvoirs : on peut voter à l'assemblée générale, orienter la politique de l'entreprise, voire choisir ses dirigeants. Quand on détient une partie de la dette française, on est juste exposé au risque de ne pas être remboursé à la date prévue... Il n'y a pas de dépendance financière, d'autant que notre base d'investisseurs est très variée, sur le plan institutionnel comme sur le plan géographique.

Au-delà de la qualité de résident ou de non-résident, je vous invite à raisonner un peu plus « granulairement », par catégorie d'investisseurs. Grâce aux statistiques sur les flux du marché secondaire que nous recevons de nos spécialistes en valeurs du Trésor, nous savons qu'à peu près 50 % des titres que nous vendons, hors PSPP, sont détenus depuis quelques années par des banques centrales de l'ensemble de la planète. Elles décident d'avoir une partie de leurs réserves de change en euros, parce qu'elles ne veulent pas tout concentrer sur le dollar. Qui choisissent-elles au sein de la zone euro ? Des pays qui ont une signature de bonne qualité et une bonne liquidité. Les banques centrales sont à peu près insensibles au niveau des taux : elles sont surtout attirées par la qualité du crédit et la liquidité. La France a une place de choix parmi les pays européens ayant une bonne liquidité et un bon risque de crédit : nous sommes perçus comme moins risqués que l'Italie ou l'Espagne et nous offrons un supplément de rendement d'à peu près vingt-cinq points de base, à dix ans, par rapport à l'Allemagne. Nous sommes donc une zone privilégiée pour les banques centrales du monde entier, qui souhaitent avoir des expositions en euros dans le cadre de l'internationalisation de cette monnaie.

Je ne pense pas que nous nous trouvions particulièrement dans une situation risquée avec ce type d'acteurs. Je ne ferais pas la même réponse si je m'apercevais que 50 % de la dette française était détenue par des *hedge funds* non-résidents. Ces acteurs n'ont jamais des positions très longues en matière de dette : ils peuvent à tout moment, à la moindre secousse, revendre sur le marché en provoquant potentiellement de fortes variations de taux. Mais cela ne vaut pas pour la dette française à l'heure actuelle : elle est très diversifiée géographiquement et par type de détenteurs. Nous voyons régulièrement ces derniers, même si nous ne sommes pas en mesure de savoir, compte tenu des règles du marché de la dette, qui détient quelle quotité – les États-Unis, l'Allemagne, le Royaume-Uni et le Japon ne le savent pas davantage. Nous savons néanmoins qui achète la dette, et nous rencontrons régulièrement ses détenteurs dans des *roadshows* afin de vanter les mérites de notre beau pays, ses réformes et ses atouts économiques, et pour conforter le sentiment de sécurité lié à la détention de la dette française.

**M. le président Éric Woerth.** On peut aussi vanter notre fort taux d'endettement de la France et notre appétit pour la dette...

C'était une audition très intéressante, monsieur le directeur général. Merci beaucoup pour votre effort de pédagogie et pour la précision de vos réponses.

\*

\*      \*

### Informations relatives à la commission

1. La commission a nommé :

– Mme Laure de la Raudière rapporteure sur la proposition de loi visant à réduire le délai des donations exonérées de droits de mutation entre ascendants et descendants (n° 1119) ;

– Mme Sophie Auconie rapporteure sur sa proposition de loi relative à la déshérence des retraites supplémentaires (n° 2516) ;

– M. Benjamin Dirx rapporteur spécial pour *Gestion des finances publiques et des ressources humaines ; Gestion fiscale et financière de l'État et du secteur public local ; Facilitation et sécurisation des échanges ; Conduite et pilotage des politiques économiques et financières ; Action et transformation publiques.*

2. La commission a reçu en application de l'article 12 de la loi organique du 1<sup>er</sup> août 2001 relative aux lois de finances (LOLF) un projet de décret de transfert de crédits d'un montant de 116 000 euros en autorisations d'engagement (AE) et en crédits de paiement (CP), du programme 144 *Environnement et prospective de la politique de défense* de la mission *Défense* à destination du programme 105 *Action de la France en Europe et dans le monde* de la mission *Action extérieure de l'État*.

Afin de respecter le schéma de financement pour l'édition 2019 du « Forum de Paris sur la paix », le présent décret vise à apporter la contribution du ministère des armées au ministère de l'Europe et des affaires étrangères.

\*

\*      \*

Membres présents ou excusés

**Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire**

**Réunion du mercredi 15 janvier 2020 à 9 heures 30**

*Présents.* - M. Saïd Ahamada, M. François André, M. Julien Aubert, Mme Sophie Auconie, M. Jean-Noël Barrot, Mme Émilie Bonnard, M. Fabrice Brun, Mme Émilie Cariou, M. Gilles Carrez, M. Michel Castellani, Mme Anne-Laure Cattelot, M. Jean-René Cazeneuve, M. Francis Chouat, M. Éric Coquerel, M. François Cornut-Gentile, M. Charles de Courson, Mme Marie-Christine Dalloz, M. Olivier Damaisin, Mme Jennifer De Temmerman, M. Benjamin Dirx, M. Jean-Paul Dufrègne, Mme Stella Dupont, M. Bruno Duvergé, Mme Sarah El Haïry, Mme Sophie Errante, M. Nicolas Forissier, M. Olivier Gaillard, M. Joël Giraud, Mme Perrine Goulet, M. Romain Grau, Mme Nadia Hai, M. Patrick Hetzel, M. François Jolivet, M. Daniel Labaronne, M. Mohamed Laqhila, M. Jean Lassalle, M. Michel Lauzzana, M. Marc Le Fur, Mme Marine Le Pen, M. Fabrice Le Vigoureux, Mme Véronique Louwagie, Mme Marie-Ange Magne, M. Jean-Paul Mattei, Mme Cendra Motin, Mme Catherine Osson, M. Xavier Paluszkiwicz, M. Hervé Pellois, Mme Christine Pires Beaune, M. Benoit Potterie, M. François Pupponi, M. Robin Reda, M. Xavier Roseren, M. Laurent Saint-Martin, M. Jacques Savatier, Mme Marie-Christine Verdier-Jouclas, M. Éric Woerth

*Excusés.* - M. Damien Abad, M. David Habib, M. Alexandre Holroyd, Mme Lise Magnier, Mme Bénédicte Peyrol, Mme Valérie Rabault, M. Olivier Serva

*Assistaient également à la réunion.* - Mme Céline Calvez, M. Dino Cinieri, M. Pierre Cordier, M. Fabien Di Filippo, M. Jean-Jacques Gaultier, M. Guillaume Larrivé, M. Vincent Ledoux, Mme Patricia Lemoine, Mme Nicole Le Peih