



N° 256

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

DOUZIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 10 octobre 2002.

RAPPORT

FAIT

AU NOM DE LA COMMISSION DES FINANCES, DE L'ÉCONOMIE GÉNÉRALE ET DU PLAN SUR LE
PROJET DE **loi de finances pour 2003** (n° 230)

PAR M. GILLES CARREZ
Rapporteur Général
Député.

ANNEXE N° 14 (2^{ème} partie)

CHARGES COMMUNES

Rapporteur spécial : M. DANIEL GARRIGUE

Député.

SOMMAIRE

INTRODUCTION	
CHAPITRE PREMIER : PERSPECTIVES 2006 : LA RECONDUCTION DU PROGRAMME RELATIF A LA GESTION DE LA DETTE ET DE LA TRESORERIE (I et II)	
CHAPITRE II : LES CHARGES BUDGETAIRES COMMUNES	
CHAPITRE III : LES DEPENSES D'INTERVENTION DU TRESOR	
CHAPITRE IV : LES COMPTES SPECIAUX DU TRESOR RATTACHES AU BUDGET DES CHARGES COMMUNES	
EXAMEN EN COMMISSION	
CHAPITRE PREMIER : PERSPECTIVES 2006 : LA RECONDUCTION DU PROGRAMME RELATIF A LA GESTION DE LA DETTE ET DE LA TRESORERIE (Sauf I et II)	
III.- DES INSTRUMENTS DE GESTION EPROUVES	5
A.- LA POLITIQUE D'EMISSION S'EFFORCE DE REpondre AUX ATTENTES DU MARCHE	5
1.- La diversité maîtrisée des emprunts de l'État	5
2.- Une procédure d'émission transparente	8
B.- L'INSTRUMENT PRINCIPAL DU FINANCEMENT : LE PROGRAMME D'EMPRUNT	11
1.- Le financement définitif du Trésor en 2001	12
2.- Les prévisions de financement du Trésor en 2002	16
3.- Le financement de l'État en 2003	18
C.- UNE « GESTION ACTIVE » RENOUVELEE	19
1.- La poursuite des interventions directes sur le stock de dette	19
2.- Vers une reprise du programme de <i>swaps</i> ?	23
D.- LES INSTRUMENTS DE GESTION DE LA TRESORERIE	25
1.- Les opérations de pension du Trésor	25
2.- L'essor des opérations interbancaires ou avec d'autres États membres de la zone euro	27
IV.- UNE CROISSANCE MODEREE POUR LA CHARGE DE LA DETTE	29
A.- UN LEGER REPLI DES HYPOTHESES DE TAUX D'INTERET	29
1.- Les hypothèses de taux associées au projet de loi de finances pour 2003	29
2.- Les perspectives d'évolution des taux d'intérêt	30
B.- LA CHARGE DE LA DETTE PROGRESSERAIT DE 2% EN 2003	33
1.- Le service de la dette négociable	34
2.- Le service de la dette non négociable	36
3.- Une augmentation sensible des recettes d'ordre	41

L'article 49 de la loi organique du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances fixe comme date butoir, pour le retour des réponses aux questionnaires budgétaires, au plus tard huit jours francs à compter du dépôt du projet de loi de finances. Cette date était donc le 9 octobre 2002.

A cette date, *une seule* réponse n'était pas parvenue à votre Rapporteur spécial, les 104 autres ayant été transmises dans les jours précédents.

III.- DES INSTRUMENTS DE GESTION EPROUVES

Pour faire face à ses engagements, maintenir un solde créditeur en fin de journée sur son compte à la Banque de France et maîtriser ses risques, l'État utilise une gamme d'instruments financiers et met en œuvre diverses procédures. Certains, comme le programme d'emprunt, sont désormais classiques ; d'autres, comme les outils de gestion de la trésorerie, ont été adaptés dans les années récentes ; d'autres, comme le programme de *swaps*, sont tout à fait nouveaux.

A.- LA POLITIQUE D'EMISSION S'EFFORCE DE REpondre AUX ATTENTES DU MARCHE

Votre Rapporteur spécial ne reviendra pas sur la description générale des instruments financiers offerts par l'État aux investisseurs. L'encadré présenté au début du présent chapitre rappelle succinctement les principales caractéristiques des titres à court, moyen et long terme qui constituent aujourd'hui l'essentiel de la dette négociable, les emprunts anciens ne représentant plus qu'un montant résiduel.

1.- La diversité maîtrisée des emprunts de l'État

- Dès avant la généralisation des titres assimilables, le Trésor avait éprouvé le besoin d'étendre la panoplie des effets financiers offerts aux investisseurs en mettant au point des **emprunts à taux variable**. Pendant plusieurs années, il a donc proposé des produits dont les taux étaient indexés, au choix, sur :

- une référence courte : une moyenne de taux mensuels de BTF à treize semaines (taux dit « TMB »), un taux révisable à périodicité trimestrielle fondé sur le taux de rendement des BTF (taux dit « TRB ») ;

- une référence longue : taux révisable en fonction des taux de rendement moyens mensuels des emprunts d'État à taux fixe d'échéance supérieure à sept ans (taux dit « TRA ») ou taux de rendement d'un échantillon d'emprunts d'État sur le marché secondaire (taux dit « TME »).

Ces produits se sont révélés être en décalage avec les souhaits des investisseurs vers la fin des années 1980. Par ailleurs, la stabilisation de la hausse des prix à un niveau modéré, la diminution générale des taux et leur moins grande volatilité ont rendu moins attractives les émissions de titres à taux variable. Ainsi, le Trésor a interrompu ses émissions à partir de novembre 1990. Le dernier emprunt de ce type a été amorti au mois de janvier 2001.

- Pourtant, le souci de fournir aux investisseurs un produit simple à utiliser et performant, ainsi que la volonté d'occuper un segment du marché susceptible d'asseoir sa position comme émetteur de référence, ont amené le Trésor à concevoir, en 1996, une nouvelle OAT à taux variable. Cette OAT est indexée sur un indice de rendement des emprunts d'État à long terme, le TEC 10 (« taux de l'échéance

constante à 10 ans »), calculé comme le taux de rendement d'une OAT fictive de maturité exactement égale à 10 ans.

Les OAT TEC 10 sont dotées d'un coupon trimestriel. En effet, ces titres offrant l'intérêt de présenter un coupon proche du taux du marché, il a été jugé préférable d'opter pour un détachement trimestriel plutôt que pour un coupon « classique » à détachement annuel.

Au 30 septembre 2002, l'encours des deux lignes d'OAT TEC 10 existantes s'établit à 21,74 milliards d'euros et représente 4,5% de l'encours total des OAT.

• En 1998, le Trésor a souhaité offrir un autre produit innovant, à travers une obligation dont le taux d'intérêt serait indexé sur l'inflation, l'OAT_i, afin de répondre aux besoins de certains investisseurs. A cette fin, l'article 19 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier a autorisé l'indexation sur le niveau général des prix, dans des conditions fixées par décret, des titres de créances et des instruments financiers à terme mentionnés au 2° et au 4° de l'article premier de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

L'émission de titres indexés sur l'inflation a pour but de proposer aux investisseurs un support qui leur garantisse un rendement réel déterminé, assorti d'une part variable de rémunération visant à compenser le plus exactement possible l'érosion du capital due à la hausse générale des prix. Cette formule présente des avantages tant pour l'investisseur que pour l'émetteur :

– le premier bénéficie d'une garantie sur la valeur réelle de son capital, ce qui est essentiel pour des investisseurs dont les placements doivent couvrir des engagements à long terme (caisses de retraite, assureurs, etc.) ;

– le second évite d'intégrer au taux d'intérêt servi sur son titre la « prime de risque » généralement exigée des souscripteurs pour se protéger contre le risque d'erreur dans la prévision d'inflation sous-jacente à la formation des taux. En d'autres termes, l'émetteur s'expose à l'inflation mais encaisse la prime de risque.

Sous le bénéfice de l'autorisation parlementaire accordée en juillet 1998, le Trésor a conçu une première ligne d'OAT_i, émise en septembre 1998, arrivant à échéance en avril 2009. Le succès rencontré par ce produit a amené le Trésor à proposer, en septembre 1999, une seconde ligne d'OAT_i, sur une échéance à trente ans (juillet 2029). Les caractéristiques générales des OAT_i sont les suivantes :

– le taux facial retenu est égal à 3% pour l'OAT_i d'échéance avril 2009 et 3,4% pour l'OAT_i d'échéance juillet 2029 ;

– l'indicateur d'inflation est l'indice des prix hors tabac de l'INSEE ;

– le coupon est calculé en appliquant le taux facial du titre à un capital revalorisé en fonction de l'indice d'indexation au moment du détachement du coupon ; par ailleurs, le montant du capital remboursé à l'échéance est lui aussi égal

au montant nominal revalorisé de l'inflation écoulée sur l'ensemble de la durée de vie du titre désormais échu ;

– le coupon est détaché chaque année, le 25 juillet.

Conformément à un engagement constant du Trésor, les OATi n'ont pas vocation à devenir un instrument essentiel du financement de l'État. Elles doivent être considérées comme un élément de la gamme diversifiée de titres négociables que la République française est susceptible de proposer aux investisseurs. Ainsi, au 30 septembre 2002, l'encours total des OATi s'élève à 16,22 milliards d'euros et représente 3,4% de l'encours total des OAT.

• Le 2 octobre 2001, le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a décidé de proposer aux investisseurs européens une nouvelle OAT indexée sur l'inflation, en retenant cette fois comme indice d'indexation l'indice des prix harmonisé (hors tabac) de la zone européenne établi par Eurostat. Cette nouvelle OAT, dite OAT*ei*, d'échéance 10 ans, a vocation à constituer le premier point de la courbe des taux réels de la zone euro et à devenir ainsi une référence quasi nécessaire pour l'ensemble des dettes souveraines européennes.

Le lancement de l'OAT*ei* juillet 2012, le 25 octobre 2001, a connu un vif succès et a contribué à asseoir la notoriété de la dette française vis-à-vis de l'étranger puisque près des trois quarts des montants émis ont été achetés par des investisseurs étrangers (en zone euro et hors zone euro). Il s'agit notamment de fonds monétaires, de fonds européens d'actifs à long terme, de structures financières et bancaires spécialisées dans la gestion actif / passif et de banques centrales.

Forte de ce succès, l'Agence France Trésor a émis, le 24 octobre dernier, une nouvelle OAT*ei*, d'échéance 30 ans (soit juillet 2032) et de coupon réel 3,2%, pour un montant placé de 4 milliards d'euros, dont 34% auprès d'investisseurs français, 32% auprès d'investisseurs de la zone euro (hors de France) et 34% d'investisseurs étrangers hors zone euro.

• Depuis 1991, le Trésor offre aux investisseurs la possibilité de démembrer leurs titres (OAT et BTAN) afin de séparer les flux d'intérêt et le remboursement du capital et de disposer ainsi d'un ensemble de titres (certificat de principal et certificats d'intérêt) négociables séparément et représentatifs d'autant de titres dits à « coupon zéro ». Depuis janvier 1994, toutes les OAT d'échéance avril et octobre sont démembrables. En moyenne, l'encours des titres démembrés s'établit à 9,3% de l'encours total sous-jacent, mais ces proportions peuvent varier de 0,13% à 74,6% selon les lignes considérées ⁽¹⁾.

Les raisons de l'acquisition d'une obligation démembrée sont essentiellement la couverture d'un engagement à un horizon déterminé, par un actif de même durée ⁽²⁾ et sans risque de réinvestissement d'un coupon annuel. Par

(1) Encours déterminés au 30 septembre 2002 ; source : Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor.

(2) La durée d'une obligation est la valeur moyenne, exprimée en année, des flux (coupons et remboursement du principal) actualisés au taux du marché et pondérés par leur durée. La durée

ailleurs, en raison de la durée plus élevée de l'obligation démembrée par rapport à l'obligation « complète » sous-jacente, les investisseurs peuvent augmenter la sensibilité de leur portefeuille obligataire aux variations de taux d'intérêt, donc améliorer leur performance – au risque de pertes supérieures si les évolutions du marché sont contraires aux anticipations desdits investisseurs.

LES PERSPECTIVES EN MATIERE D'EMISSIONS A TAUX VARIABLE

On observe depuis plusieurs mois que les souches existantes d'OAT TEC 10 n'ont pas été abondées et qu'aucune souche nouvelle n'a été émise. En réponse à une question de votre Rapporteur spécial, l'Agence France Trésor a fait savoir que « *le développement massif du marché des swaps intervenu depuis [les premières émissions] a consacré les indices CMS [Constant Maturity Swaps] comme référence de marché, entraînant progressivement une certaine baisse d'intérêt pour le TEC 10, ce qui a conduit les SVT à ne plus demander d'adjudication d'OAT TEC 10 lors des réunions précédant les adjudications* ».

Votre Rapporteur spécial a également souhaité savoir si le lancement des lignes d'OAT indexées sur l'inflation européenne (OAT_{ei}) ne risquait pas de nuire au développement des lignes d'OAT indexées sur l'inflation française (OAT_i). Selon l'AFT, « *la coexistence des deux indices est également un facteur positif pour la demande d'obligations indexées, car elle permet à des acteurs de marché de prendre position sur le différentiel d'inflation entre la France et la zone euro (et, par extension, avec les obligations indexées émises par les Trésors britannique et américain, entre la zone euro et les États-unis ou le Royaume-Uni)* ».

2.– Une procédure d'émission transparente

Le Trésor a organisé des procédures permettant d'assurer la plus grande transparence et la meilleure prévisibilité autour de ses émissions.

- La prévisibilité s'appuie sur la publication, dans les tout premiers jours de l'année, d'un **programme prévisionnel de financement de l'État** qui fixe de façon quasi intangible le volume prévu des appels au marché pour les OAT, les BTAN et les BTF, compte tenu du besoin de financement évalué pour l'année. Le programme prévisionnel fixe également la politique d'émission des « lignes de référence ». Ainsi, le programme de financement pour 2002 indiquait que « *comme en 2000 et 2001, l'AFT émettra en 2002 un nouveau benchmark à 2 ans, deux nouveaux benchmarks à 5 ans et deux nouveaux benchmarks à 10 ans et les réabondera afin de garantir leur liquidité par un encours suffisant* ».

Le programme prévisionnel est complété par un calendrier indicatif annuel d'adjudication. Jusqu'en 2001, le calendrier était trimestriel, donc exerçait un effet plus contraignant sur le Trésor. Afin de répondre avec plus de souplesse à la demande du marché, le calendrier trimestriel a été supprimé en 2002. Pour autant, le principe de régularité continue de prévaloir :

permet de mesurer la rapidité avec laquelle l'investisseur « récupère » son capital et de comparer, à cet égard, des titres de caractéristiques différentes (taux d'intérêt, échéance, remboursement in fine ou par tranche, remboursement au pair ou avec une prime, etc.).

– les émissions de BTF ont lieu chaque lundi, le règlement des titres ayant lieu le jeudi suivant ;

– les émissions de BTAN ont lieu le troisième jeudi du mois, le règlement des titres ayant lieu le mardi suivant ⁽³⁾ ;

– les émissions d'OAT se déroulent le premier jeudi du mois, le règlement des titres intervenant le mardi suivant ⁽⁴⁾ ;

– selon la demande du marché, les émissions d'OAT indexées se déroulent le premier ou le troisième jeudi du mois, le règlement des titres intervenant le mardi suivant ⁽⁵⁾ .

Depuis 1986, la République française n'a jamais annulé, reporté ou même diminué le montant d'une émission prévue. Ce n'est pas le cas d'autres pays européens, y compris dans les années les plus récentes. En 1998, l'Autriche a annulé une adjudication quelques jours avant sa tenue. De même, en juillet 1999, le gouvernement fédéral allemand a annulé avec une semaine de « préavis » une adjudication de titres à trente ans qui avait été annoncée dans le programme d'émission trimestriel.

• La transparence résulte du choix d'une procédure d'adjudication pour procéder au placement des titres, en lieu et place de la formule plus classique de la « prise ferme » des titres assurée par un syndicat d'émission, charge à celui-ci de replacer les titres ainsi acquis auprès de leur clientèle d'investisseurs finaux. L'adjudication consiste à mettre en concurrence, par le biais d'un appel d'offres, les établissements soumissionnaires qui proposent leur prix d'achat pour les titres émis par le Trésor. Les offres sont recueillies et classées par la Banque de France, qui les transmet au Trésor en conservant l'anonymat des soumissionnaires.

L'adjudication se fait selon la technique dite « à la hollandaise » : les titres sont servis au prix demandé par le soumissionnaire, en commençant par celui qui propose le prix le plus élevé. Au vu des prix et des volumes offerts pour chaque mise en adjudication, le Trésor arrête le montant des soumissions qu'il retient sur chacune des lignes, le total se situant à l'intérieur de la fourchette globale annoncée pour les BTAN et les OAT et respectant, aux arrondis près, le montant exact annoncé pour les BTF.

Les offres passées à des prix supérieurs au prix limite sont servies intégralement ; les offres passées au prix limite se voient affectées d'un coefficient de réduction de façon à servir les soumissionnaires concernés proportionnellement au volume de leur offre.

(3) *A l'exception des mois d'avril, août et décembre, depuis 2002.*

(4) *Ibid.*

(5) *Ibid.*

La France est aujourd'hui, parmi les grands émetteurs souverains, celui dont les délais d'adjudication sont les plus courts. Moins de dix minutes s'écoulent entre la clôture des offres et l'annonce des résultats par le Trésor.

La procédure de syndication reste cependant utilisée pour la première émission de titres innovants (OAT TEC 10 2006 en avril 1996, OAT*i* juillet 2009 en septembre 1998, OAT*i* juillet 2029 en septembre 1999, OAT*ei* juillet 2012 en octobre 2001 et OAT*ei* juillet 2032 en octobre 2002 pour les plus récentes).

- Cette politique d'émission s'appuie, depuis 1986, sur un réseau d'établissements chargés d'assurer le placement des valeurs du Trésor et la liquidité du marché secondaire de la dette. Directement inspiré du système américain des *Primary Dealers*, les « **spécialistes en valeurs du Trésor** » (SVT) s'engagent à respecter les termes d'un cahier des charges spécifique.

Au nombre des obligations auxquelles doivent satisfaire les SVT, il y a la participation à la formation de prix représentatifs sur l'ensemble des valeurs du Trésor négociées, la réalisation d'un pourcentage minimum de transactions et l'affichage en tout temps, pour des montants déterminés, de prix d'achats et ventes fermes, la promotion de la dette de l'État à l'étranger, l'information régulière du Trésor sur l'état des marchés et le conseil pour sa politique d'émission, etc.

En contrepartie de ces engagements, les SVT disposent de deux droits spécifiques par rapport aux autres intervenants de marché : ils peuvent présenter des offres non concurrentielles ⁽⁶⁾ lors des adjudications, avant ou après la séance ; ils peuvent démembrer et remembrer les OAT.

Grâce aux contacts étroits que les SVT entretiennent avec les investisseurs, le Trésor peut connaître en temps utile et avec suffisamment de précision les tendances du marché. Il peut, en conséquence adapter en tant que de besoin les caractéristiques de ses émissions, tout en conservant à l'ensemble du stock de dette la « profondeur » qui résulte de la concentration de la dette sur un nombre limité de lignes. En ce sens, l'adaptabilité des émissions ne se fait pas au détriment de la liquidité des titres.

La composition du groupe des SVT a évolué dans le temps. Au nombre de treize lors de la première sélection, il est depuis très largement élargi afin que soit représentée la diversité des établissements actifs sur le marché des emprunts d'État français : grandes banques de réseau, établissements spécialisés, institutions d'origine française et étrangère. Au 1^{er} janvier 2002, le groupe des SVT comportait sept établissements français et quatorze établissements non-résidents – dont six américains, trois allemands, deux britanniques et un italien, un néerlandais et un

(6) Les offres « non concurrentielles » s'entendent des offres qui sont présentées par les SVT en dehors de la procédure d'adjudication, en fin de séance. Ne participant pas au processus concurrentiel de détermination du prix des titres placés par le Trésor, elles interviennent en surnombre du volume plafond d'émission annoncé par celui-ci et sont servies au taux moyen pondéré des titres de même nature qui résulte de l'adjudication achevée.

suisse – qui comptent parmi les acteurs les plus importants sur les marchés obligataires mondiaux.

Les SVT n'ont pas le monopole de l'accès aux adjudications ni, naturellement, celui de la négociation sur les valeurs du Trésor. Les établissements non-SVT qui font preuve d'un intérêt suffisant pour le marché des valeurs du Trésor, en termes de placement de la dette française auprès des investisseurs finaux et d'animation du marché secondaire, peuvent être nommés « **intermédiaires en valeurs du Trésor** » (IVT). Six établissements sont ainsi reconnus au 1^{er} janvier 2002 : deux japonais, un italien, un espagnol, un belge et un suisse. Ces banques n'ont aucun engagement sur le marché primaire. Elles participent, avec les SVT, à l'élargissement et à la diversification de la base des investisseurs en valeurs du Trésor, et à la promotion à l'étranger de la dette publique française. Elles entretiennent également des relations suivies avec l'Agence France Trésor, en effectuant notamment un compte rendu régulier de leur activité de négociation et de placement des valeurs du Trésor.

B.– L'INSTRUMENT PRINCIPAL DU FINANCEMENT : LE PROGRAMME D'EMPRUNT

La prise en charge du déficit budgétaire ne suffit pas à décrire les opérations que doit effectuer le Trésor pour couvrir, chaque année, l'ensemble des charges de trésorerie supportées par l'État. Aux besoins découlant de l'exécution des lois de finances, il faut en effet ajouter les charges résultant de l'amortissement des dettes et engagements échus.

Pour la deuxième fois, dans le cadre du « programme de gestion de la dette et de la trésorerie de l'État », un tableau de financement est inclus dans le fascicule des Charges communes. C'est une première étape vers l'horizon 2006 où, lorsque seront entrées en vigueur l'ensemble des dispositions de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances, un tableau de financement sera intégré dans l'article d'équilibre et soumis, au même titre que le classique tableau d'équilibre, au vote du Parlement.

L'année précédente, peut-être encore un peu réservé vis-à-vis de cette innovation, le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie avait cru bon de préciser que « *ce tableau est donné à titre illustratif. Il donne un cadre indicatif de l'action du Gouvernement en matière d'emprunt et de gestion de la dette. Le programme de financement à moyen et long terme pour 2002 sera annoncé par le Gouvernement en décembre 2001, après le vote définitif de la loi de finances initiale pour 2002* ». Ces « fausses pudeurs » ont disparu dans le projet de loi de finances pour 2003 et, d'ailleurs, l'Agence France Trésor a largement communiqué auprès de la communauté financière sur le contenu du programme d'emprunt prévisionnel pour 2003.

De plus, l'horizon du programme d'emprunt prévisionnel associé au projet de loi de finances pour 2003 s'étend bien au-delà de 2003, puisque des projections – à caractère conventionnel – portant sur les années 2004 à 2006 illustrent l'effet, sur

le besoin de financement de l'État de trois hypothèses différentes de déficit (40, 20 et 0 milliards d'euros sur chacune de ces trois années). Selon l'Agence France Trésor, « ces hypothèses sont des hypothèses d'école volontairement simplifiées qui ne présagent absolument pas des intentions du Gouvernement français. Elles sont seulement destinées à illustrer l'acquis du besoin de financement et le phénomène « boule de neige » engendré par les choix budgétaires ».

En prévision, le programme d'emprunt éclaire l'origine du besoin de financement qui sera supporté par l'État l'année considérée et définit la structure des ressources qui seront utilisées pour couvrir ce besoin de financement. En exécution, le tableau de financement retrace les conditions d'exécution des lois de finances, l'effet des éventuels rachats de titres avant échéance et l'évolution effective des ressources « courtes » du Trésor, dont certaines échappent à son contrôle, comme les comptes de dépôt des correspondants.

1.- Le financement définitif du Trésor en 2001

Après une « bosse » constatée en 1997 (98,26 milliards d'euros), le besoin de financement à moyen et long terme de l'État a décliné en 1998 puis en 1999. Il est placé, depuis l'année 2000, sur une pente ascendante, qui le voit passer de 86,45 milliards d'euros en 1999 à 113,5 milliards d'euros prévus en 2003.

• L'augmentation du besoin de financement de l'État entre les évaluations associées à la loi de finances initiale pour 2001 et les résultats d'exécution résulte essentiellement de plusieurs phénomènes.

LE BESOIN DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT EN 2001 : DE LA PREVISION A L'EXECUTION

(en milliards d'euros)

Besoin de financement prévu en LFI 2001	83,4
Détérioration du solde de gestion ^(a)	+ 10,9
1. Déficit en exercice (LFI 2001).....	(28,4)
2. Déficit en exercice (résultat 2001).....	(31,2)
3. Déficit en gestion 2001.....	(39,3)
Écart [(3) - (1)]	(+ 10,9)
Rachats d'OAT avant échéance.....	+ 13,8
Rachats de BTAN avant échéance.....	+ 1,2
Amortissement d'engagements de l'État	- 0,7
Autres	- 1,5
Besoin de financement constaté en 2001	107,1

(a) La détérioration du solde de gestion est affectée du signe (+) puisqu'elle augmente le besoin de financement.

La détérioration du déficit en gestion par rapport au déficit en exercice prévu en loi de finances initiale (+ 10,9 milliards d'euros) résulte de deux facteurs principaux. En premier lieu, le solde négatif de l'exercice 2001 a été réalisé à hauteur de 90% environ pendant l'année 2001 (au lieu de 65,4% en 2000). En second lieu, l'année 2001 a supporté 26,5% du solde négatif de l'exercice 2000, au titre des opérations de la période complémentaire.

Le programme de rachat de titres, portant à la fois sur les OAT et sur les BTAN, a impacté le tableau de financement à hauteur de 15 milliards d'euros. Votre Rapporteur spécial a décidé, par convention, d'inclure dans la ligne « amortissement de titres échus » les rachats de titres effectués avant échéance sur des titres qui étaient échus dans l'année.

Par ailleurs, l'amortissement des engagements repris par l'État a été plus faible que prévu, réduisant le besoin de financement de 0,7 milliard d'euros. Ce dernier écart est dû, pour l'essentiel, à la différence des méthodes de comptabilisation entre les prévisions fournies par la direction du Trésor et les calculs effectués *ex post* par votre Rapporteur spécial, à partir des documents établis par la direction générale de la comptabilité publique.

- Les amortissements d'OAT échues se sont élevés à 14,78 milliards d'euros en valeur nominale, portant sur quatre lignes. Les amortissements de BTAN échus se sont élevés à 36,51 milliards d'euros en valeur nominale, portant sur quatre lignes. Par ailleurs, les rachats de titres effectués au second semestre se sont élevés à 15,04 milliards d'euros, dont 11,32 milliards d'euros d'OAT, 1,22 milliard d'euros de BTAN et 2,6 milliards d'euros d'OAT*i* remis en paiement lors de l'émission de l'OAT*ei* juillet 2009 ⁽⁷⁾. Les rachats ont été effectués à hauteur de 8,4 milliards d'euros sous forme d'adjudications à l'envers, à hauteur de 4,04 milliards d'euros sous forme de rachats de gré à gré sur le marché et à hauteur de 2,6 milliards d'euros sous forme d'échange de titres (*cf.* reprise des OAT*i* évoquée ci-avant).

Les engagements divers de l'État ont été amortis à hauteur de 476 millions d'euros, dont 400,8 millions d'euros au titre des créances de TVA et 70,3 millions d'euros au titre des primes de plans d'épargne populaire (PEP).

Au total, les charges de trésorerie ont représenté 39,34 milliards d'euros au titre du déficit en gestion et 67,74 milliards d'euros au titre des remboursements et amortissements.

- Pour couvrir ces charges de trésorerie, l'État a eu recours à des émissions d'OAT, à hauteur de 51,69 milliards d'euros en valeur nominale, et à des émissions de BTAN, à hauteur de 41,98 milliards d'euros en valeur nominale :

- quatre nouvelles lignes d'OAT ont été créées (dont l'OAT*ei* juillet 2012), recueillant un montant total de 34,17 milliards d'euros ;

- quatre lignes d'OAT préexistantes ont été abondées par émission de titres assimilables, pour un montant total de 15,07 milliards d'euros. Par ailleurs, les deux lignes d'OAT*i* ont été abondées à hauteur de 2,38 milliards d'euros ;

- trois nouvelles lignes de BTAN ont été créées, recueillant un montant total de 26,99 milliards d'euros ;

(7) Dont 2,5 milliards d'euros en valeur nominale et 0,1 milliard d'euros au titre de l'indexation du capital.

– deux lignes de BTAN existantes ont été abondées par émission de titres assimilables, pour un montant de 14,99 milliards d’euros.

TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT (y compris FMI et FSC)

(en milliards d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (LFR)	2003 (conventionnel)
<i>Pour mémoire : Déficit en exercice</i>	40,78	37,11	34,31	31,03	31,22	46,0	44,6
Déficit en gestion	40,24	33,55	39,85	28,48	39,34	46,0	44,6
Remboursement des OAT et titres longs émis par l'État.....	28,69	11,90	13,25	24,18	29,53	14,6	30,3
Amortissement des OAT et titres échus ^(a)	(28,31)	(10,87)	(11,51)	(14,19)	(14,78)		
Rachats de titres avant échéance et paiement par remise du 6% 1997.....	(0,37)	(0,99) ^(c)	(1,71)	(9,65)	(13,82)		
Pertes (+) et profits (-) sur remboursements	(0,01)	(0,04)	(0,02)	(0,34)	(0,93)		
Remboursement des BTAN	26,98	40,98	32,44	43,02	37,74	44,7	37,6
Amortissement des titres échus ^(a)	(25,54)	(40,29)	(29,63)	(42,96)	(36,51)		
Rachats de titres avant échéance.....	(1,42)	(0,69) ^(c)	(2,81)	(0,05)	(1,22)		
Pertes (+) et profits (-) sur remboursements	(0,01)	(0,00)	(0,01)	(0,01)	(0,01)		
Amortissement des engagements repris par l'État.....	2,36	1,37	0,92	0,79	0,48	4,0	1,0
Besoin de financement à moyen et long terme	98,26	87,80	86,45	96,47	107,08	109,3	113,5
Recettes en trésorerie des émissions obligataires.....	51,18	52,26	43,67	47,47	52,55	42,5	63,5 (d)
Émission d'OAT (valeur nominale).....	(50,91)	(50,57) ^(c)	(44,81)	(47,63)	(51,69)		
Pertes (-) et profits (+) sur émissions.....	(0,27)	(1,69)	(- 1,13)	(- 0,16)	(0,85)		
Recettes en trésorerie des émissions de BTAN.....	44,99	41,08	37,02	42,57	42,10	42,5	47,9 (d)
Émission de BTAN (valeur nominale).....	(44,76)	(40,80) ^(c)	(37,18)	(42,87)	(41,98)		
Pertes (-) et profits (+) sur émissions.....	(0,23)	(0,28)	(- 0,16)	(- 0,30)	(0,12)		
Financement à moyen et long terme	96,17	93,34	80,70	90,05	94,65	85,0	111,4
Solde net des émissions de BTF.....	- 0,03	+ 5,96	- 13,51	+ 9,33	+ 9,43	+ 25,2	+ 12,5
Variation des comptes de dépôt des correspondants du Trésor.....	+2,91	+ 5,63	+ 5,40	- 5,70	- 2,34	- 0,9	- 10,4
Diminution des avoirs nets du Trésor auprès de la Banque de France ^(b)	- 3,54	- 13,61	+ 10,52	+ 1,56	+ 7,61	-	-
Divers (effets, encaisses, règlements en cours, bons non négociables...)	+ 2,75	- 3,52	+ 3,34	+ 1,23	- 2,27	-	-
Capacité de financement	98,26	87,80	86,45	96,47	107,08	109,3	113,5

(a) Les rachats avant échéance de titres échus la même année sont intégrés dans la ligne relative aux amortissements et non dans celle relative aux rachats.

(b) Avant opérations de pensions.

(c) Ne sont pas pris en compte les mouvements résultant de l'opération d'échange de titres effectuée en avril-mai 1998.

(d) Hypothèses conventionnelles de l'AFT, qui ne préjugent en rien des choix définitifs qu'elle arrêtera ultérieurement.

Sources : SROT, Compte de la dette publique, Situation mensuelle des opérations du Trésor au 31 décembre.

Les ressources à court terme ont été profondément modifiées par rapport à la prévision initiale, ce qui n'est pas étonnant au vu du caractère relativement conventionnel de ladite prévision initiale : le solde des émissions de BTF a été supérieur de 3,03 milliards d'euros à son niveau prévisionnel ; les ressources apportées par les correspondants du Trésor n'ont diminué que de 2,34 milliards d'euros par rapport à 2000 alors qu'une diminution de 5,2 milliards d'euros avait été prévue ; le Trésor a réduit de 7,61 milliard d'euros ses avoirs auprès de la Banque de France ; les ressources diverses ont diminué de 2,27 milliards d'euros. Les déboires des licences UMTS ont empêché d'affecter 2,1 milliards d'euros au désendettement de l'État.

Votre Rapporteur spécial rappelle que la mise à disposition de La Poste des avoirs créditeurs privés des comptes courants postaux (CCP), dont la première étape était prévue en 1999, a été engagée au cours de l'année 2000. Une filiale de La Poste créée à cet effet (Efiposte) est chargée d'assurer la gestion financière des emplois constitués en contrepartie des fonds des CCP déposés par les clients privés de La Poste dans les conditions suivantes :

- la filiale, détenue à 100% par La Poste, est dotée d'un statut d'entreprise d'investissement et, à ce titre, est soumise aux obligations, règles prudentielles et comptables découlant de ce statut, dans le respect du contrat de plan et sous le contrôle de la Commission bancaire ;

- La Poste continue d'assurer la tenue des comptes des titulaires des CCP;

- le personnel de la filiale est essentiellement composé de spécialistes de gestion financière et cela, à partir des compétences internes au siège de La Poste.

Le décret n° 2000-165 du 28 février 2000 a modifié le cahier des charges de La Poste afin de préciser les modalités de gestion des fonds reçus en contrepartie des fonds CCP. Il prévoit que les titres d'investissement d'Efiposte sont constitués uniquement de titres d'émetteurs dont la pondération Cooke est nulle. Une convention entre l'État et La Poste précise ces conditions en prévoyant la gestion du risque de liquidité au travers d'un scénario de référence choisi par le comité stratégique de La Poste et approuvé, après avis du comité d'audit d'Efiposte, par le conseil d'administration de La Poste.

Les premiers transferts sont intervenus en avril 2000. Le montant total des transferts effectués en 2002 s'est élevé à 12,56 milliards d'euros. En 2001, les transferts ont atteint 5,18 milliards d'euros. Il est prévu de transférer 6,4 milliards d'euros en 2002 (les transferts effectifs s'élevaient à 3,28 milliards d'euros à la fin du mois de juillet 2002).

2.– Les prévisions de financement du Trésor en 2002

L'année 2002 est marquée par le collectif budgétaire de l'été, qui a visé à mesurer et prendre acte de la dérive des comptes laissés par le Gouvernement

précédent. Le programme de financement du Trésor pour l'année 2002 a été modifié à l'occasion du collectif et votre Rapporteur spécial fondera les propos qui suivent sur le programme de financement rectifié.

En 2002, le besoin de financement serait légèrement accru par rapport à 2001, malgré la diminution des amortissements d'OAT et de BTAN. Ils passeraient respectivement de 29,53 milliards d'euros et 37,74 milliards d'euros en 2001 à 14,6 milliards d'euros et 44,7 milliards d'euros en 2002, soit un total revenant de 67,27 milliards d'euros en 2001 à 59,3 milliards d'euros en 2002. En revanche, les charges dues à l'amortissement des engagements repris par l'État augmenteraient sensiblement, passant de 0,48 milliard d'euros à 4 milliards d'euros environ. En effet, le besoin de financement de l'État en 2002 doit prendre en compte le versement de la deuxième tranche de la prime pour l'emploi, à hauteur de 1,2 milliard d'euros, ainsi que le remboursement définitif des créances de TVA, décidé par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie à l'occasion de la présentation du projet de loi de finances pour 2002, qui représente une charge de trésorerie de 1,3 milliard d'euros.

Le déficit budgétaire pèserait également sur l'évolution du besoin de financement, en passant de 39,34 milliards d'euros en 2001 à 46 milliards d'euros en 2002. Ce chiffre doit être relativisé. En effet, **par convention**, les déficits en gestion pris en compte dans le tableau de financement pour les exercices en cours (2002) et à venir (2003) sont égaux aux déficits en exercice des années éponymes, prévus dans les lois de finances initiales. Il est impossible de connaître actuellement le montant des dépenses et recettes effectuées en 2002 au titre de l'exercice 2002, le montant des dépenses et recettes effectuées en 2003 au titre de la période complémentaire de l'exercice 2002, et le montant des dépenses de l'exercice 2003 payées par anticipation en 2002.

Toute comparaison directe entre les besoins de financement de l'année écoulée et de l'année en cours ou à venir, notamment au regard de la contribution du déficit budgétaire, est donc délicate et entachée de nombreux facteurs de perturbation de nature méthodologique.

En termes d'exercice, le déficit prévisionnel pour 2002 est supérieur de 14,8 milliards d'euros environ au déficit de 2001 en exécution ⁽⁸⁾.

Au total, le besoin de financement de l'État en 2002, **tel que déterminé à l'issue de la loi de finances rectificative d'août 2002**, s'élèverait à 109,3 milliards d'euros. Le programme de financement de l'État rectifié pour 2002 indique que ces charges de trésorerie devraient être couvertes par l'émission de 42,5 milliards d'euros d'OAT et 42,5 milliards d'euros de BTAN (montants inchangés par rapport au programme de financement initial) – ces montants s'entendant des recettes en trésorerie, nettes des éventuels rachats effectués sur le marché – et par un solde net positif des émissions de BTF de 25,2 milliards d'euros, au lieu de 13 milliards d'euros dans le programme initial.

(8) Ce déficit étant mesuré y compris opérations avec le FMI.

Par ailleurs, la diminution des dépôts des correspondants, évaluée à 6,4 milliards d'euros dans le programme initial, serait ramenée à 0,9 milliard d'euros seulement, compte tenu de l'octroi d'un compte de dépôt rémunéré à l'EPFR (qui apporte 1,7 milliard d'euros de ressources au Trésor) et du dépôt des disponibilités du fonds de réserve pour les retraites, pour 3,8 milliards d'euros environ.

3.- Le financement de l'État en 2003

- Eu égard aux observations méthodologiques présentées ci-avant, le déficit retenu pour construire le tableau de financement du Trésor passerait de 46 milliards d'euros (prévision de la loi de finances rectificative d'août 2002) à **44,6 milliards d'euros** (prévision du projet de loi de finances pour 2003), soit une diminution de 1,4 milliard d'euros.

En 2003, l'amortissement des emprunts arrivant à échéance représente une charge de trésorerie de **67,9 milliards d'euros** au lieu de 59,3 milliards d'euros en 2002. Les amortissements sont désormais, depuis plusieurs années, très supérieurs au montant du déficit :

- les amortissements de titres longs s'élèveraient à 30,3 milliards d'euros, au lieu de 14,6 milliards d'euros en 2002. Seraient ainsi amorties trois lignes d'OAT, portant des taux faciaux élevés (OAT 8,5% avril 2003, OAT 8% avril 2003 et OAT 6,75% octobre 2003) ;

- les amortissements de BTAN diminueraient de 7,1 milliards d'euros par rapport à 2002 et s'établiraient à 37,6 milliards d'euros. Deux lignes seraient amorties, portant un taux d'intérêt de 5% et 4,5%, respectivement.

Enfin les amortissements d'engagements repris par l'État reviendraient à **1 milliard d'euros** environ. En l'absence de reprise par l'État de nouveaux engagements, ces charges de trésorerie tendent à décroître régulièrement, sauf événement exceptionnel. Cependant, les estimations portées dans le tableau de financement prévisionnel ont toujours un caractère quelque peu normatif.

- Le programme prévisionnel de financement pour 2003 indique que les ressources de trésorerie seront constituées par de ressources à moyen et long terme, à hauteur de **111,4 milliards d'euros**.

Selon des indications préliminaires et conventionnelles données par l'Agence France Trésor, ce montant global pourrait être réparti entre 63,5 milliards d'euros d'OAT et 47,9 milliards d'euros de BTAN, ces évaluations portant sur les entrées nettes en trésorerie, après prise en compte des pertes et profits à l'émission, qui découlent des choix techniques retenus pour chaque ligne émise. **Votre Rapporteur spécial insiste sur le fait que ces deux derniers montants sont des évaluations conventionnelles, qui ne préjugent en rien des choix définitifs de l'AFT**, lesquels seront arrêtés dans les derniers jours de décembre ou les premiers jours de janvier.

Votre Rapporteur spécial rappelle que l'encaissement des coupons courus à l'émission vient abonder les recettes budgétaires de l'exercice et de la gestion en cours. Dans le tableau de financement, les coupons courus ne figurent donc pas sur les lignes relatives aux ressources procurées par les OAT et les BTAN : ils sont inclus dans l'évaluation du déficit, dont ils atténuent le montant.

C.- UNE « GESTION ACTIVE » RENOUVELEE

Les principales innovations en matière de gestion de la dette de l'État portent sur la redynamisation de la gestion active. Depuis l'année 2000, le Trésor met en œuvre un programme important de rachat de titres, à hauteur d'une dizaine de milliards d'euros chaque année. De plus, un portefeuille de swaps a été constitué à partir du dernier trimestre de l'année 2001, à la suite de la création du compte de commerce n° 904-22 « Gestion active de la dette et de la trésorerie de l'État » par l'article 8 de la deuxième loi de finances rectificative pour 2000.

1.- La poursuite des interventions directes sur le stock de dette

Depuis 1991, l'article d'équilibre de la loi de finances autorise le ministre chargé des finances à utiliser diverses procédures pour intervenir sur le marché secondaire de la dette de l'État. Ces autorisations ont été complétées et précisées par décret en 1995.

Tout en ayant organisé, en 1991, 1992, 1994 et 1998, plusieurs opérations d'échange qui visaient à remodeler rapidement la structure de la dette de l'État, le Trésor a progressivement développé la gestion « au fil de l'eau », intervenant sur le marché directement ou par l'intermédiaire du Fonds de soutien des rentes.

Ces opérations sont retracées dans les arrêtés mensuels récapitulatifs des émissions de valeurs du Trésor évoqués ci-avant. Si une certaine confidentialité est évidemment nécessaire préalablement aux opérations de rachat, leur publication ultérieure au *Journal officiel* assure une publicité tout aussi nécessaire, dans le cadre d'un contrôle démocratique sur l'activité de l'administration.

- Tout en se fondant sur des opportunités de taux, les opérations du Trésor avaient traditionnellement deux vocations : lisser l'échéancier de la charge de trésorerie occasionnée par le service financier et le remboursement de certaines lignes de titres importantes – c'est en quelque sorte la contrepartie inéluctable de la politique d'assimilation – et retirer du marché des lignes jugées décotées.

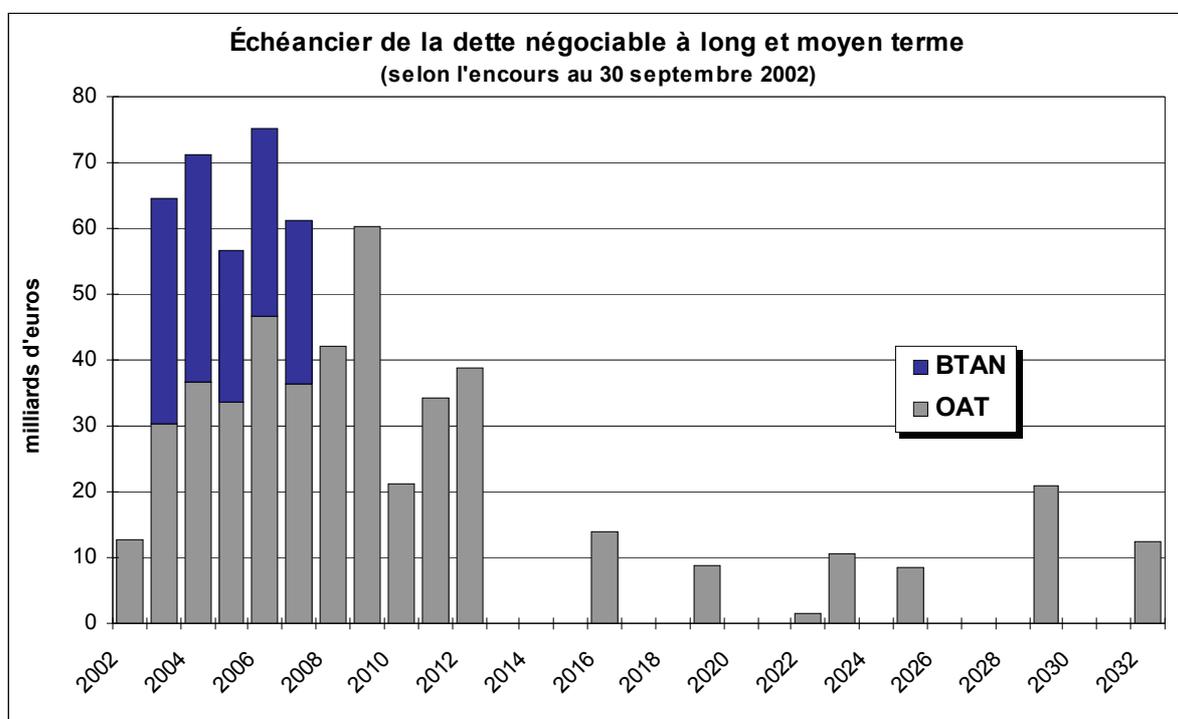
L'échéancier de la dette négociable à moyen et long terme, tel qu'il est déterminé à la dernière date connue (30 septembre 2002), montre une concentration des échéances de remboursement sur une période de dix ans, de 2003 à 2012. Les échéances postérieures sont toutes largement inférieures à 15 milliards d'euros, à l'exception des échéances à « 15 ans » (2016) et « 30 ans » (2029 et 2032).

ÉCHÉANCIER DE LA DETTE NÉGOCIABLE À LONG ET MOYEN TERME ^(a)
(selon l'encours au 30 septembre 2002)

(en milliards d'euros)

Année	OAT	BTAN	Total
2002	12,77	—	12,77
2003	30,30	34,29	64,59
2004	36,53	34,54	71,07
2005	33,77	22,91	56,69
2006	46,75	28,41	75,16
2007	36,41	24,93	61,34
2008	42,19		42,19
2009	60,33		60,33
2010	21,16		21,16
2011	34,38		34,38
2012	38,87		38,87
2016	14,05		14,05
2019	8,85		8,85
2022	1,41		1,41
2023	10,61		10,61
2025	8,51		8,51
2028	0,01		0,01
2029	21,03		21,03
2032	12,47		12,47
Total	470,41	145,08	615,49

Source : bulletin mensuel Valeurs du Trésor, n° 149, octobre 2002.



Source : bulletin mensuel Valeurs du Trésor, n° 149, octobre 2002.

Pour autant, pendant ces dix ans, les charges de trésorerie dues au remboursement des titres échus peuvent varier dans de larges proportions, de 21,16 milliards d'euros en 2010 à 75,16 milliards d'euros en 2006.

L'échéancier présenté ci-avant (tableau et graphique) donne une vue de ce que seront, dans le futur, les charges de remboursement d'emprunts. Cette vue est, en termes photographiques, un « instantané » : elle ne peut retracer que l'encours et la structure de la dette tels qu'ils sont définis aujourd'hui. L'ampleur des déficits des années à venir ainsi que les modalités de leur financement sont, par nature, éludés. Ainsi, le volume des BTAN et des OAT a vocation d'une part, à « glisser » progressivement sur l'axe du temps au fil du refinancement de la dette, d'autre part à s'accroître à due proportion des déficits futurs.

Les rachats sur le marché ont trois conséquences :

– ils sont suivis de l'annulation des titres rachetés, qui intervient à la date de règlement ; ces titres « disparaissent » ainsi définitivement de la dette de l'État : le Trésor ne dispose pas d'un portefeuille de titres ;

– ils donnent lieu à la constatation de pertes et profits, selon que les titres sont rachetés respectivement au-dessus ou au-dessous de leur valeur nominale. Ces pertes et profits ne sont pas retracés dans les documents budgétaires, puisqu'ils constituent des opérations de trésorerie au sens de l'article 15 de l'ordonnance organique. Le Parlement ne peut officiellement en prendre connaissance qu'à l'occasion de l'examen du projet de loi de règlement, sous une forme agrégée. Cependant, la publication par la direction de la comptabilité publique dans les *Notes bleues* de la *Situation mensuelle des opérations du Trésor* permet aux initiés de découvrir chaque mois le montant des pertes et profits dus aux opérations de tous ordres faites sur la dette. La *Situation résumée des opérations du Trésor*, publiée chaque mois au *Journal officiel*, ne comporte, pour sa part, pas d'indications très précises sur les pertes et profits supportées par l'État du fait de la gestion active de la dette. Peut-être conviendrait-il de remédier à cette obscurité ;

– ils donnent lieu à une dépense budgétaire correspondant au paiement par l'État du coupon ayant couru depuis la date du dernier versement de coupon.

A l'origine, les premières interventions du Trésor ont pris la forme d'adjudications dites « à l'envers », dont la procédure est identique à celle des adjudications classiques. Au lieu de proposer un prix d'achat pour des titres qui seraient mis par l'État sur le marché, les SVT proposent un prix de vente pour les titres dont ils souhaitent se défaire. Le Trésor annonce à l'avance les lignes qu'il se propose de racheter et indique, sous forme de fourchette, le volume de l'opération.

Puis, le Trésor s'est orienté vers des achats directs de marché. Jusqu'en 1999, la règle qu'il s'était fixée consistait à attendre le dernier trimestre de l'année afin de disposer d'une meilleure visibilité sur l'exécution budgétaire et les conditions de réalisation du programme de financement arrêté en début d'année. Le rapprochement des entrées en trésorerie déjà comptabilisées – pour les émissions

accomplies – ou calées sur le programme de financement – pour les émissions restant à venir – avec les perspectives des besoins de trésorerie permettent de dégager des marges de manœuvre pour procéder au rachat de certaines lignes décotées ou souffrant d'un manque de liquidité signalé par les SVT.

- Depuis 1999, le Trésor a décidé de ne plus limiter ses interventions au dernier trimestre mais d'y procéder tout au long de l'année, en fonction des besoins et des opportunités. Il faut voir là, peut-être, l'une des libertés supplémentaires procurées aux émetteurs par l'atténuation de leur poids relatif au sein d'un marché européen des capitaux plus vaste que les simples marchés nationaux. Cependant, un seul achat a été effectué au premier semestre, le Trésor reprenant ses interventions de marché à partir du mois d'octobre, restant fidèle en cela au schéma classique. En 2000, les achats se sont faits importants dès le premier semestre puisque, sur cette période, la valeur nominale des titres acquis est égale à 3,6 milliards d'euros.

Mais le changement le plus notable tient à l'articulation désormais plus visible entre la réalisation du programme d'émission et les rachats de titres avant échéance. Il apparaît que le Trésor – comme, d'ailleurs, un certain nombre de ses homologues étrangers – « prend de l'avance » sur son programme d'émission pendant le premier semestre de l'année, c'est-à-dire émet à moyen et long terme une plus grande quantité de titres que celle qui serait strictement nécessaire à la couverture des charges de trésorerie de l'État.

Le Trésor se constitue donc au fil des mois une « réserve financière », qu'il utilisera à racheter de titres dans la deuxième partie de l'année. Ainsi, il conserve la capacité d'intervenir sur le marché même si les conditions d'exécution du budget – qui orientent en grande partie la structure du programme d'émission – s'éloignent peu à peu des prévisions initiales.

On voit le « saut qualitatif » qui a été introduit de la sorte dans la gestion de la dette : les interventions du Trésor ne sont plus conditionnées par une évolution plus favorable que prévu du déficit budgétaire ou par une augmentation plus forte que prévu de ses ressources liquides. Elles s'appuient sur la constitution progressive et délibérée d'une marge de manœuvre financière, librement utilisable si les conditions de marché le permettent.

L'examen du tableau de financement présenté en page 15 montre que les rachats de titres ont atteint des montants conséquents, ces deux dernières années : 9,7 milliards d'euros au total en 2000 et 15,04 milliards d'euros en 2001. Les conditions budgétaires médiocres grevant l'année 2002 et les perspectives encore incertaines pour 2003 ont semblé devoir motiver une plus grande réserve de la part de l'Agence France Trésor. Ainsi, celle-ci indique, dans le programme prévisionnel de financement pour 2003, que les rachats en 2002 et les années suivantes « *seront en toute hypothèse de faible montant au regard* » des amortissements de titres venant à échéance.

2.– Vers une reprise du programme de swaps ?

- Les *swaps* de taux d'intérêt sont des contrats négociés entre deux parties qui décident de s'échanger les flux d'intérêt correspondant, d'une part, à une échéance fixe (en général) moyenne ou longue et, d'autre part, à une échéance variable courte. Les *swaps* de taux dans la zone euro sont, en règle générale, des *swaps* taux fixes contre Euribor (taux interbancaire d'échéance inférieure à un an).

Sans intervenir sur l'encours de la dette, il est donc possible de réduire sa durée de vie apparente en concluant avec une contrepartie déterminée un *swap* de taux visant à percevoir le taux fixe long et à payer le taux variable court. Ainsi, le débiteur paye le taux fixe long sur l'emprunt qu'il a émis, reçoit le taux fixe long du fait du *swap* et paye le taux variable court du fait du *swap*. S'il veut éviter d'être exposé à une charge d'intérêt variable, le débiteur peut conclure un *swap* inverse avec une autre contrepartie, en recevant le taux variable court et en payant un taux fixe associé à une maturité intermédiaire. Dans ces conditions, l'ensemble des instruments financiers utilisés (emprunt, *swap* taux long / taux court et *swap* taux court / taux moyen) aboutit à ce que le débiteur paye sur sa dette à long terme un taux d'intérêt à moyen terme.

Le marché européens des *swaps*, quoique profond, n'a pas une capacité d'absorption illimitée. C'est pourquoi il convient d'approuver la démarche de l'Agence France Trésor, qui a indiqué d'emblée que le programme serait progressif et tiendrait le plus grand compte des réactions du marché. Il faut rappeler, par exemple, que plusieurs États européens ont annoncé leur intention de poursuivre une politique similaire à celle engagée par la France.

Certes, les besoins des États ne sont pas nécessairement identiques. Il est notoire, par exemple, que le Trésor italien, qui est essentiellement endetté à court terme, chercherait plutôt à allonger la maturité de sa dette, ce qui constitue un facteur d'équilibrage du marché. De même, la présence plus forte des entreprises sur le marché des titres de créances négociables – qui sont des titres à court ou moyen terme – peut susciter des transactions visant à allonger la maturité de leur dette.

Il n'en reste pas moins que la démarche retenue par l'Agence France Trésor est empreinte de sagesse et qu'il est prudent, en l'espèce, de faire le plus grand cas des capacités réelles d'absorption du marché. A titre d'illustration, on peut évaluer à 5.000 milliards d'euros le montant sous-jacent, à la fin de l'année 2001, du marché des *swaps* de taux d'intérêt en euro de durée supérieure à 5 ans⁽⁹⁾. Le programme français qui était prévu dans la LFI 2002 (soit 120 milliards d'euros) ne représente pas une quantité négligeable sur ce marché.

En présentant le programme « Gestion de la dette » pour 2002, le précédent Gouvernement avait indiqué qu'il était envisagé de constituer un portefeuille de *swaps* de 40 milliards d'euros d'ici à la fin 2001 et de 120 milliards d'euros à la fin de 2002. Le portefeuille devait donc couvrir plus de 15% du stock de dette. Votre

(9) Estimation effectuée à partir des données publiées par la Banque des règlements internationaux dans sa publication trimestrielle *Activité bancaire et financière internationale* (septembre 2002).

Rapporteur spécial a déjà indiqué que, face à une trop grande volatilité du marché (notamment à partir de l'été 2002), l'Agence France Trésor a interrompu le programme de *swaps* et le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a officiellement annoncé sa suspension au début du mois de septembre 2002. De fait, le montant nominal des *swaps* conclus jusqu'à l'interruption du programme s'élève à 61,2 milliards d'euros seulement.

Il va de soi que la reprise du programme de *swaps* – qui n'est pas remise en cause dans son principe – est conditionnée à une normalisation des conditions de marché et, peut-être aussi, à une re-pentification de la courbe des taux, qui donnerait une incitation supplémentaire à l'arbitrage financier entre le paiement d'un taux long et celui d'un taux à moyen terme.

COMPARAISON DES TAUX SWAPS ENTRE 2001 ET 2002 (courbe euro)

	Automne 2001	6 novembre 2002	Écart
2 ans	4,09%	3,32%	- 0,77%
5 ans	4,58%	4,08%	- 0,50%
10 ans	5,20%	4,74%	- 0,46%
30 ans	5,70%	5,16%	- 0,54%

Source : AFT, CDC Ixis (Chronique des marchés, 7 novembre 2002)

- Les dépenses et recettes résultant des opérations sur instruments financiers à terme sont retracées sur le compte de commerce n° 904-22 intitulé « Gestion active de la dette et de la trésorerie de l'État », créé par l'article 8 de la loi de finances rectificative du 30 décembre 2000. Actuellement, l'Agence France Trésor ne conclut que des *swaps* de taux d'intérêt.

Le programme de *swaps* a été engagé au dernier trimestre de l'année 2001, pour un montant nominal de 37,2 milliards d'euros. Les dépenses et les recettes résultant d'un *swap* ne sont constatées qu'après la conclusion du contrat, tous les six mois. De ce fait, les recettes et dépenses enregistrées sur le compte de commerce ont été nulles en 2001 mais ont commencé à impacter le compte à partir du second trimestre de l'année 2002.

En 2002, un montant supplémentaire de 24 milliards d'euros a été conclu par l'AFT avec diverses contreparties entre les mois de février et de juillet.

Le solde du compte de commerce serait positif de 135 millions d'euros à la fin de l'année 2002, au lieu des 200 millions d'euros prévus dans la loi de finances initiale, en raison justement de la suspension du programme à partir de l'été. En 2003, un solde positif de 235 millions d'euros est attendu.

D.- LES INSTRUMENTS DE GESTION DE LA TRESORERIE

Selon les informations communiquées par l'Agence France Trésor, depuis le 1^{er} janvier 2000, la trésorerie est gérée selon les principes suivants :

– les besoins de financement infra-annuels sont couverts par les émissions hebdomadaires de BTF, les besoins à un an et à 3 mois étant évalués chaque semaine à partir des informations communiquées à l'Agence. Les BTF sont utilisés, notamment, pour « préfinancer » l'amortissement des lignes d'OAT et de BTAN. Cependant, les BTF ayant également vocation à assurer le « bouclage » du financement de l'État pour tenir compte des conditions d'exécution des lois de finances et de l'évolution des autres ressources courtes du Trésor, leur évolution a été présentée auparavant, dans les développements consacrés au financement de l'État ;

– les besoins infra-hebdomadaires de trésorerie sont couverts par la mise en pension de titres d'État (si celui-ci en dispose à la suite d'opérations de prise en pension) ou, le plus souvent, par des emprunts « en blanc » sur le marché interbancaire ou auprès d'États membres de la zone euro ;

– les excédents ponctuels de trésorerie sont placés sur le marché interbancaire ou auprès d'États membres de la zone euro, dans le cadre de prêts « en blanc » pour des maturités très courtes (de un à quelques jours) et par des prises en pension de titres d'État pour des maturités plus longues (de l'ordre de la semaine). Des rachats de titres d'État dans les mois précédant leur amortissement sont également réalisés.

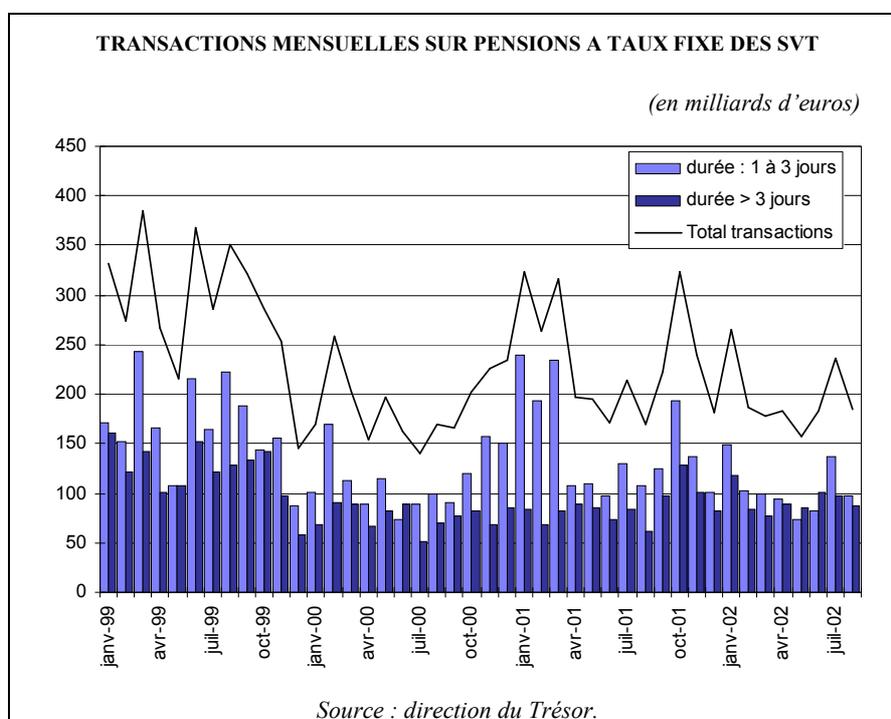
1.- Les opérations de pension du Trésor

• Depuis 1995, le placement des liquidités du Trésor tire bénéfice du développement des opérations temporaires sur titres, notamment de la pension livrée. Les avantages de la pension livrée sur les prêts-emprunts en blanc en termes de sécurité financière ont amené à l'encadrer par un véritable statut juridique en 1994⁽¹⁰⁾, alors que les opérations de pension étaient auparavant régies par une simple convention de place.

La clarification du régime juridique de la pension a conduit à un essor considérable des échanges temporaires de titres et espèces effectués dans ce cadre. Le montant mensuel des pensions à taux fixe traitées par les SVT, qui s'élevait à l'équivalent de 100 milliards d'euros au milieu de 1994, a atteint environ 300 milliards d'euros en décembre 1994. Le cap des 500 milliards d'euros mensuels a été franchi en août 1995. Après, la tendance se révèle irrégulière, certains mois étant l'occasion d'échanges soutenus, jusqu'à 600 milliards d'euros, d'autres enregistrant une baisse à 400 milliards d'euros.

(10) Cette clarification du régime juridique a été opérée par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers. Les dispositions principales de cette loi sont désormais codifiées dans le Code monétaire et financier, pour ce qui concerne les pensions livrées.

Après un record absolu au mois de septembre 1998, où les opérations de pension ont porté sur plus de 750 milliards d'euros, les transactions se sont repliées jusqu'au premier semestre de l'année 2000, où elles ont parfois atteint 150 milliards d'euros seulement. Depuis cette date, les transactions mensuelles oscillent entre 200 et 300 milliards d'euros.



Le Trésor est lui-même un intervenant usuel sur le marché de la pension livrée. Il utilise cet outil pour réguler sa trésorerie et lisser le niveau de son compte courant auprès de la Banque de France, en s'efforçant de placer ses liquidités à un taux supérieur à celui offert par la Banque.

L'encours des titres pris en pension en fin de mois est publié dans l'arrêté mensuel récapitulatif des émissions de valeurs du Trésor, publié au *Journal officiel*, ainsi que l'encours moyen pendant le mois. Toutes ces pensions s'effectuent à taux fixe. En 1997, le Trésor a réalisé 280 opérations de pension livrée, pour un volume total d'opérations enregistré dans les écritures du Compte général de l'administration des finances égal à 235,87 milliards d'euros. En 1998, 296 opérations ont porté sur 260,58 milliards d'euros. En 1999, le Trésor a réalisé 282 opérations de pensions livrées, pour un montant total de 373,46 milliards d'euros.

En 2000, le montant total des pensions inscrit dans le compte général de l'administration des finances s'élève à 321,71 milliards d'euros. Le repli du volume des pensions effectuées par le Trésor résulte du transfert des placements du Trésor vers les formes plus rémunératrices et plus souples que sont les prêts en blanc sur le marché interbancaire et les dépôts auprès des États de la zone euro, évoqué ci-après. En 2001, l'activité du Trésor a une nouvelle fois reflué, puisque les opérations de pension ont porté sur 312,06 milliards d'euros

- Les opérations de pension permettent au Trésor de percevoir des intérêts sur les liquidités qu'il fournit à ses contreparties en échange de la conservation de leurs titres pendant la durée spécifiée de la pension.

Réciproquement, en cas de décalage entre la prévision d'encaisse sur son compte courant à la Banque de France et sa réalisation effective, le Trésor peut être amené à se procurer des liquidités, de façon ponctuelle et très exceptionnelle, en mettant en pension des titres qu'il détient. Cette situation est rare car les méthodes de prévision de son encaisse par le Trésor sont très fiables. Par ailleurs, le Trésor n'étant pas habilité à détenir un « fonds de portefeuille » de titres publics, la mise en pension ne peut que reposer sur la mobilisation de titres auparavant pris en pension par le Trésor auprès des SVT. De façon symétrique à l'encaissement d'intérêts sur les prises en pension, le Trésor paie des intérêts à ses contreparties sur les titres mis par lui en pension auprès d'elles.

L'ensemble de ces opérations génère des frais de gestion, dus à Euroclear France au titre de la gestion des OAT et BTAN sur le compte ouvert dans ses livres par le Trésor. Le solde des ressources et charges afférentes aux pensions est très largement positif et vient donc en atténuation des charges de la dette de l'État.

RECETTES ET DEPENSES RESULTANT DES OPERATIONS DE PENSION

(en millions d'euros)

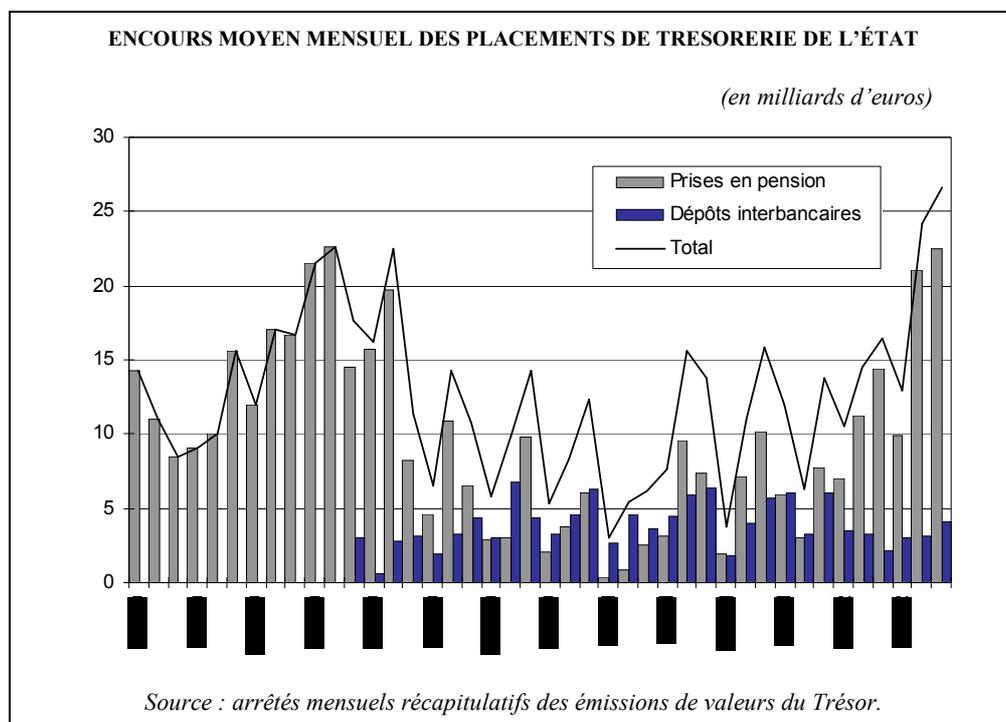
Année	Intérêts perçus	Intérêts payés	Frais de gestion	Solde
1996	+ 290,42	0,00	- 4,24	+ 286,18
1997	+ 327,61	- 0,17	- 4,44	+ 323,02
1998	+ 419,46	- 1,48	- 6,57	+ 411,41
1999	+ 423,79	0,00	- 5,08	+ 418,72
2000	+ 362,22	- 0,95	- 8,36	+ 352,91
2001	+ 216,35	- 0,05	- 4,81	+ 211,49

L'efficacité remarquable du marché de la pension livrée est désormais avérée : seul un incident sérieux a été enregistré, en décembre 1996, par défaut de livraison des titres dus par une contrepartie. Selon les informations fournies par la direction du Trésor à votre Rapporteur spécial, aucun autre incident n'a eu lieu depuis cette date. En particulier, la transition monétaire entre le franc et l'euro, au cours du premier *week-end* de janvier 1999, puis le passage à l'an 2000 se sont déroulés sans problème.

2.- L'essor des opérations interbancaires ou avec d'autres États membres de la zone euro

La loi de finances initiale pour 2000 a autorisé le Trésor à effectuer des dépôts sur le marché interbancaire de la zone euro ou auprès d'États de cette même zone. Ces opérations sont réalisées par adjudication auprès des SVT et des États avec lesquels l'État a conclu une convention de prêts. Il s'agit, pour l'instant, de la Belgique et des Pays-Bas. Elles respectent une procédure de limites, qui fixe le montant maximum susceptible d'être prêté à la contrepartie.

L'encours en fin de mois et l'encours moyen sur le mois des dépôts interbancaires et des dépôts auprès d'autres États membres de la zone euro est publié chaque mois dans les arrêtés récapitulatifs relatifs aux émissions des valeurs du Trésor. **Il est tout à fait regrettable que les opérations d'emprunt interbancaire et d'emprunt auprès d'autres États de la zone euro ne fasse l'objet d'aucune communication dans ces arrêtés mensuels.**



D'ailleurs, les volumes concernés pendant une année sont retracés dans les comptes de l'État. La balance générale des comptes, annexée au projet de loi de règlement du budget 2001, montre ainsi que les opérations de refinancement à court terme de l'État atteignent des montants non négligeables.

DETTES RESULTANT DES OPERATIONS DE REFINANCEMENT A COURT TERME

(en millions d'euros)

	compte	au 1/01/01	Débit	Crédit	au 31/12/01
Mises en pension de titres d'État.....	467.1	2,18	381,39	389,70	10,49
Emprunts interbancaires	467.2	0,00	32.980,00	32.980,00	0,00
Emprunts auprès des États de la zone euro...	467.3	0,00	2.070,00	2.070,00	0,00

Source : Compte général de l'administration des finances, Balance générale des comptes 2001

Votre Rapporteur spécial interviendra auprès de l'Agence France Trésor pour comprendre les raisons de ce « silence » et obtenir, si possible, que les informations correspondantes ne soient plus conservées avec autant de discrétion...

IV.- UNE CROISSANCE MODEREE POUR LA CHARGE DE LA DETTE

Le budget des Charges communes proposé pour 2003 confirme que la charge nette de la dette semble désormais augmenter à un rythme tendanciel plus modéré qu'au début des années 1990.

Sur le long terme, cette prévision reste largement conditionnée à une poursuite de la réduction du déficit budgétaire. En effet, au fur et à mesure que se renouvelle le stock de dette, le taux effectif moyen de la dette diminue et se rapproche de celui observé sur le marché. L'« effet taux » favorable dont ont bénéficié les finances de l'État depuis plusieurs années devrait peu à peu s'estomper.

Le léger repli des hypothèses de taux d'intérêt à long terme et à court terme procurent à cet égard, une marge de manœuvre intéressante qui n'est pas infirmée par la stabilité de l'hypothèse de taux à moyen terme.

A.- UN LEGER REPLI DES HYPOTHESES DE TAUX D'INTERET

1.- Les hypothèses de taux associées au projet de loi de finances pour 2003

Conformément à une tradition désormais établie, le Gouvernement a choisi de retenir pour référence de taux le « consensus de marché » constaté pendant l'été 2002, moyenne des prévisions des principaux intervenants sur le marché obligataire. Cette méthode a l'avantage de fonder les hypothèses de taux sur des évaluations en phase avec le sentiment des opérateurs.

Elle peut contribuer à éviter les erreurs d'appréciation qui entachaient inévitablement les évaluations à caractère normatif affichées avant 1996. Dans le projet de loi de finances pour 1996, le choix avait été fait, pour la première fois, de s'éloigner de cette approche normative, pour retenir le niveau des taux constaté en septembre 1995. Le recours au « consensus de marché », s'il ne peut bien sûr prétendre à l'infailibilité, donne cependant plus de garantie.

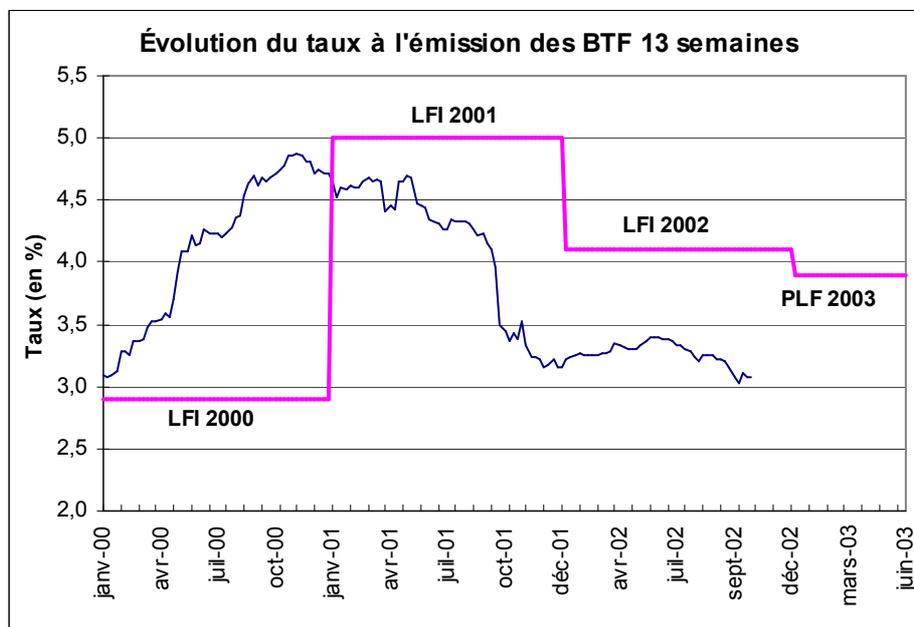
HYPOTHESES DE TAUX D'INTERET MOYENS PONDERES DANS LE PLF 2003

	Court terme (BTF 3 mois)	Moyen terme (BTAN)	Long terme (OAT 10 ans)
2002	–	4,6%	5,0%
2003	3,9%	–	–

Source : direction du Trésor.

Les hypothèses présentées dans le tableau ci-avant ne constituent pas une prévision des choix à venir en matière de politique monétaire, et ne sauraient être interprétées comme une anticipation officielle de l'évolution des taux.

L'intérêt des bons du Trésor à court terme étant précompté, le taux le plus approprié pour déterminer la charge de la dette y afférente en 2003 est le taux à court terme prévu pour l'année 2003.



Graphique établi d'après les données contenues dans les arrêtés mensuels récapitulatifs des émissions de valeurs du Trésor.

En revanche, pour les titres émis à moyen et long terme, la technique d'assimilation impose de percevoir, à l'émission, le montant du coupon couru depuis la date de versement du coupon précédent. Ainsi, les émissions de référence changeant tous les six mois, la charge brute des émissions d'une année est compensée à hauteur des trois quarts, environ, par les recettes de coupons courus encaissées cette même année.

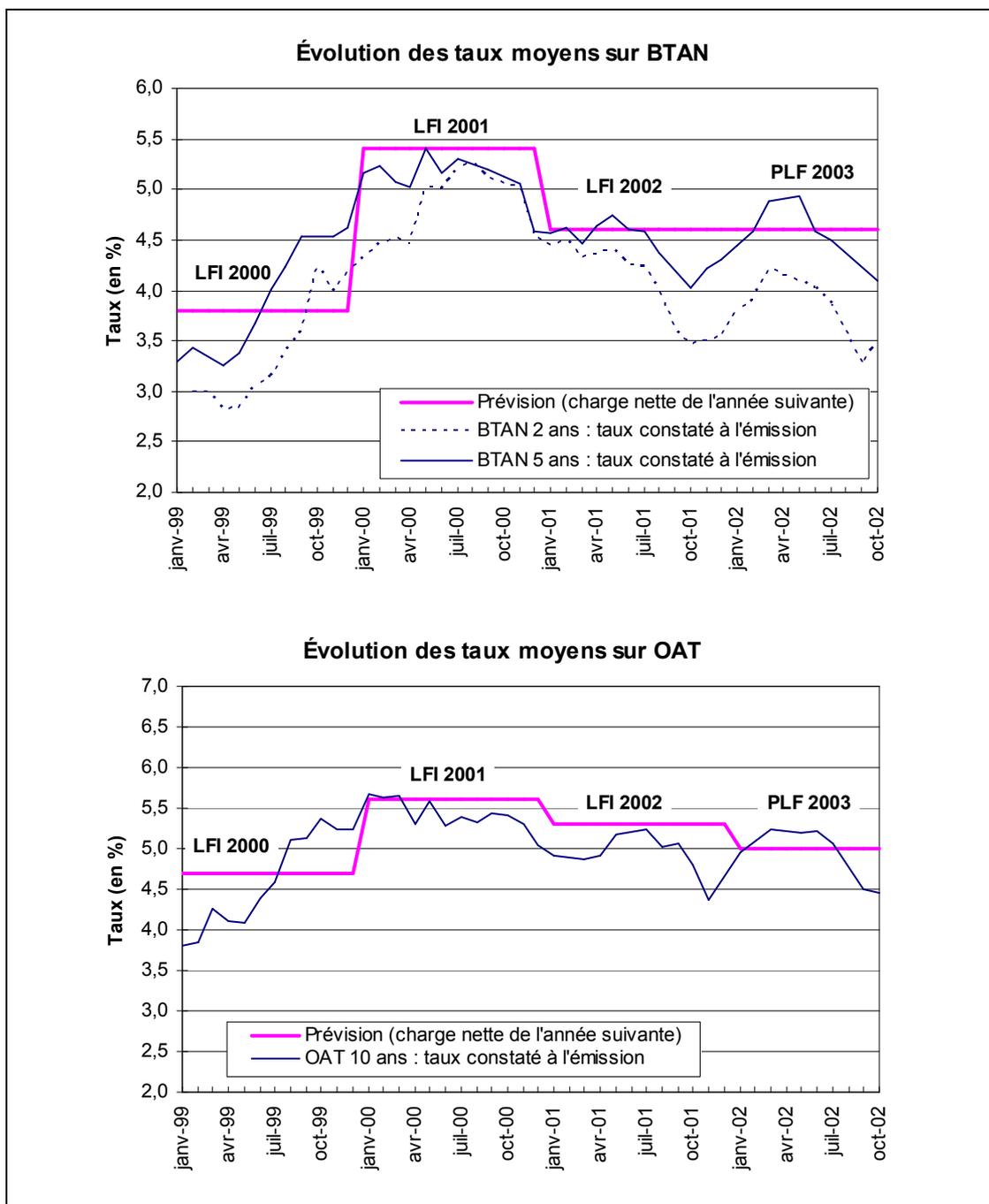
Dans ces conditions, la charge nette de la dette à moyen et long terme dépend, pour l'essentiel, du niveau des taux d'intérêt servis sur l'encours à moyen et long terme de l'année précédente.

Pour les taux à moyen et long terme, le meilleur accord entre prévision et réalisation découle, évidemment, du fait que la prévision est formulée pendant l'été de l'année concernée et bénéficie donc d'un acquis portant sur un semestre environ.

2.- Les perspectives d'évolution des taux d'intérêt

L'hypothèse de taux à court terme retenue pour l'année 2003 ne baisse que modérément par rapport à l'hypothèse sur laquelle était fondée la loi de finances initiale pour 2002. Il subsiste d'ailleurs une marge importante entre le taux à court terme retenu pour 2003 et les taux constatés à l'émission des BTF à treize semaines émis pendant les neuf premiers mois de l'année 2002.

Le prix moins élevé des liquidités à court terme en 2002 a accompagné les décisions de politique monétaire du Système européen de banques centrales (SEBC). Après avoir crû continûment pendant l'année 2000 pour un montant total de 175 points de base, le taux principal de refinancement dans la zone euro s'était stabilisé, après le 5 octobre 2000, au niveau de 4,75%.



Graphiques établis d'après les données contenues dans les arrêtés mensuels récapitulatifs des émissions de valeurs du Trésor.

Sur la base d'un affaiblissement des risques inflationnistes à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a engagé, le 10 mai 2001, une phase d'assouplissement monétaire qui s'est achevée le 8 novembre 2001. Depuis cette date, le taux principal de refinancement s'est établi à 3,25%, soit 150 points de base de moins que l'année précédente.

La BCE fonde ses décisions sur l'examen approfondi des évolutions monétaires, économiques et financières observées dans l'ensemble de la zone euro. Votre Rapporteur spécial en rappelle les principaux déterminants :

– la croissance de l'agrégat monétaire M3 – indicateur privilégié, dont l'analyse constitue ce que la Banque centrale européenne appelle le « premier pilier » de sa stratégie monétaire – est restée forte durant les derniers mois. La moyenne trimestrielle du glissement annuel de M3 s'est établie à 7,1% entre juillet et septembre 2002, au lieu de 7,3% entre mai et juillet. La BCE souligne toutefois que les évolutions monétaires récentes doivent être interprétées avec prudence. D'une part, ces évolutions ont été influencées par l'incertitude considérable qui règne sur les marchés financiers et sont, de ce fait, liées en partie à une préférence marquée des investisseurs pour la liquidité. D'autre part, le faible niveau des taux d'intérêt à court terme a eu tendance à favoriser la croissance monétaire, ce qui s'est traduit en particulier par la progression de l'agrégat étroit M1 ;

– les crédits aux agents non financiers, qui s'étaient accrus pendant de nombreux mois sur un rythme de 10%, en moyenne, ont nettement décéléré. Ils se sont peu à peu stabilisés, en 2002, à des niveaux supérieurs à 5%, soit un rythme correspondant, en termes réels, à leur moyenne de long terme. Pour la BCE, ce repli réduit fortement les risques pour la stabilité des prix ;

– en matière de prix, une nouvelle augmentation des indices d'inflation au tournant de l'hiver ne peut pas être exclue, nonobstant le récent repli des prix pétroliers en liaison avec les évolutions géopolitiques au Moyen orient. En effet, certains « effets de base » devraient affecter les taux de glissement annuel, de même que des évolutions spécifiques à certains pays, comme des majorations d'impôts indirects ou une évolution dynamique du prix des services. Dans ces conditions, il est possible que le retour de l'inflation au-dessous de la limite supérieure fixée par la BCE (soit 2% par an) prenne plus de temps que prévu ;

– alors que l'on s'attendait, en général, à une reprise assez prononcée dans le courant de l'année 2002, les espoirs de la communauté économique et financière ont été déçus après l'embellie des premiers mois de 2002 et les incertitudes restent très importantes.

La plupart des économistes s'accordent à penser que la BCE pourrait réagir à la situation économique de la zone euro par une nouvelle diminution de son taux directeur, le « geste » étant évalué à 25 points de base. Les arguments avancés s'articulent autour de la nécessité, pour les taux courts, de prendre en compte la disparition supposée des tensions inflationnistes dans un environnement économique

dégradé, marqué également par une stabilisation de la parité de l'euro vis-à-vis du dollar qui supprimerait un facteur d'inflation importée.

Les dernières déclarations du président de la BCE, le 7 novembre dernier, ont été interprétées par les intervenants de marché comme suggérant une forte probabilité de diminution prochaine des taux directeurs. En effet, de façon assez inusuelle, le président a indiqué que le Conseil des gouverneurs avait débattu de façon approfondie des arguments militant pour et contre une diminution des taux d'intérêt. Par ailleurs, tout en réaffirmant que le scénario économique le plus probable pour 2003 est un retour vers la croissance potentielle, le Conseil des gouverneurs a mis l'accent sur les incertitudes qui pèsent sur ce scénario et interdisent de prévoir le calendrier et la vigueur de la reprise économique.

Les taux longs, pour leur part, ne devraient pas connaître de forts décalages à la hausse, du moins tant que l'horizon économique de la zone euro ne sera pas durablement éclairci. De plus, les contraintes imposées aux finances publiques par le pacte de stabilité – qui limite la capacité de réaction de la politique budgétaire à un simple « accompagnement » du repli de la croissance, avec le jeu des stabilisateurs automatiques – devraient rassurer les marchés dans leurs anticipations d'inflation à moyen terme. L'examen de la littérature montre que les économistes de marché établissent un lien étroit entre l'évolution des déficits publics et les perspectives d'inflation, ce qui a des répercussions immédiates sur l'évolution des taux à long terme. A cet égard, votre Rapporteur spécial doit signaler que les incertitudes affectant l'équilibre budgétaire de certains grands pays européens ont légèrement pesé, ces dernières semaines, sur le rendement de leurs emprunts souverains.

B.– LA CHARGE DE LA DETTE PROGRESSERAIT DE 2% EN 2003

Avec 41,28 milliards d'euros de crédits bruts, 2,99 milliards d'euros de recettes d'ordre et un solde positif des opérations de *swaps* évalué à 235 millions d'euros, **la charge nette de la dette s'établirait en 2003 à 38,05 milliards d'euros**. Elle augmenterait de 757 millions d'euros (soit 2%) par rapport à la loi de finances rectificative pour 2002 qui, pour sa part, s'inscrit en augmentation de 621 millions d'euros (soit 1,7%) sur le résultat d'exécution de l'année 2001.

Le projet de loi de finances pour 2003 confirme donc la rupture qui est apparue, depuis 1997, dans le rythme de progression de la charge de la dette de l'État. Alors que, depuis le début des années 1990, cette charge augmentait chaque année d'environ 3 milliards d'euros⁽¹¹⁾, un ralentissement est apparu dès 1996, avec une augmentation limitée à 2 milliards d'euros.

En fait, indépendamment des inévitables fluctuations qui font dévier les résultats annuels de leur tendance de moyen terme, les finances de l'État ont

(11) A l'exception notable de l'année 1993, où la charge nette de la dette ne s'était accrue que de 365 millions d'euros, grâce au niveau très élevé des recettes d'ordre : 840 millions d'euros d'intérêts d'avances, 365 millions d'euros représentant un résultat excédentaire du Fonds de soutien des rentes et 2,4 milliards d'euros de recettes de coupons courus.

largement profité de la baisse des taux, qui a allégé peu à peu la charge du stock de dette et a limité les charges découlant de l'endettement annuel supplémentaire.

1.- Le service de la dette négociable

Avec un montant de crédits demandés égal à **40,69 milliards d'euros**, le service de la dette négociable représente plus de 98,6% de la charge brute totale de la dette. La technique de l'assimilation utilisée pour les émissions de titres à moyen et long terme exige cependant de considérer de préférence la charge de la dette nette des recettes de coupons courus.

Celle-ci s'élèverait en 2003 à 38,2 milliards d'euros, progressant de 3,9% (1.440 millions d'euros) par rapport à l'évaluation rectifiée pour 2002.

CHARGE NETTE DE LA DETTE NÉGOCIABLE (titre I, première partie)

(en millions d'euros)

	1999	2000	2001	LFR 2002	PLF 2003
Charge brute de la dette négociable	35.443,89	37.250,25	38.136,45	39.016,66	40.690,0
à déduire : recettes sur coupon couru.....	1.873,30	2.449,93	2.110,97	2.259,00	2.492,0
Charge nette de la dette négociable.....	33.570,59	34.800,32	36.025,49	36.757,66	38.198,0

La diminution de l'hypothèse de taux d'intérêt servi sur les BTF ne se reflète pas dans l'évolution de la charge de la dette à court terme en 2003. En effet, la dotation proposée sur l'article 10 du chapitre 11-06 se monte à 3,23 milliards d'euros au lieu de 2,25 milliards d'euros en 2002. Cette charge d'intérêt correspond à un encours moyen de 82,8 milliards d'euros supportant le taux d'intérêt retenu comme hypothèse, c'est-à-dire 3,9%.

Selon les informations rassemblées par votre Rapporteur spécial, la charge effective pour l'année 2002 devrait être voisine de 2,24 milliards d'euros, du fait de l'intervention de deux phénomènes de sens opposés : l'encours moyen des BTF devrait être porté à 68,8 milliards d'euros environ, alors qu'il était évalué à 54,9 milliards d'euros dans la loi de finances initiale pour 2002 ; le taux d'intérêt moyen sur l'année peut être évalué à 3,25% environ, alors que l'hypothèse de taux à court terme retenue en 2002 était de 4,1%.

Dans ces conditions, l'évolution prévue entre les paramètres estimés pour 2002 et prévus pour 2003 montre que :

– l'augmentation des taux d'intérêt à court terme entre 2002 (3,25%) et 2003 (3,9%), appliqué à l'encours moyen de BTF pendant l'année 2002, générerait une charge supplémentaire de 447 millions d'euros (« effet taux ») ;

– l'augmentation de l'encours moyen entre 2002 (68,8 milliards d'euros) et 2003 (82,8 milliards d'euros) générerait une charge d'intérêt supplémentaire de 548 millions d'euros (« effet volume »).

Il est possible de justifier de façon similaire l'économie ou l'aggravation de la charge budgétaire découlant de l'évolution simultanée des encours et des taux servis sur les BTAN et les OAT. L'année 2003 devrait, à cet égard, enregistrer de nouveaux gains dus au refinancement de titres échus en 2002, qui portent des taux faciaux supérieurs aux conditions actuelles du marché. Cet « effet taux » favorable est compensé par un « effet volume » important, dû aux émissions d'OAT et de BTAN une fois tenu compte des amortissements de titres échus.

ÉVALUATION DE L'ÉVOLUTION DE LA CHARGE À MOYEN ET LONG TERME

(en milliards d'euros)

	Montant	Charge
A.- Évaluation de l'effet taux		
1. Titres échus en 2002		
OAT (taux moyen constaté = 8,40%).....	14,61	- 1,23
BTAN (taux moyen constaté = 4,42%).....	44,75	- 1,98
<i>Sous-total titres échus</i>	59,36	- 3,20
2. Titres émis en contrepartie		
OAT (hypothèse de taux = 5,00%).....	14,61	+ 0,73
BTAN (hypothèse de taux = 4,60%).....	44,75	+ 2,06
<i>Sous-total titres émis</i>	59,36	+ 2,79
3. Effet taux (2 - 1)		- 0,42
B.- Évaluation de l'effet volume		
1. OAT émises hors amortissement (taux = 5,00%)	27,89	+ 1,39
2. BTAN émis hors amortissements (taux = 4,60%)	- 2,25	- 0,10
3. Effet volume (1 + 2)		+ 1,29

Le refinancement de 14,61 milliards d'euros d'OAT et de 44,75 milliards d'euros de BTAN devrait permettre de constater en 2003 une économie nette d'environ 415 millions d'euros. En revanche l'augmentation de l'encours des OAT devrait générer une charge de 1,39 milliard d'euros, phénomène à peine compensé par la diminution de l'encours des BTAN, qui générerait une économie de 103 millions d'euros.

Avec un montant total de 34,97 milliards d'euros, la charge nette de la dette négociable à moyen et long terme augmenterait de 676,3 millions d'euros seulement par rapport à l'évaluation de la loi de finances rectificative pour 2002. Les intérêts nets d'OAT s'alourdiraient de 869,9 millions d'euros et les intérêts nets de BTAN diminueraient de 193,5 millions d'euros.

CHARGE NETTE DE LA DETTE NÉGOCIABLE À MOYEN ET LONG TERME

(en millions d'euros)

	1999	2000	2001	LF 2002	PLF 2003
A.- Service des emprunts d'État et des obligations assimilables du Trésor (OAT) (<i>chapitre 11-05</i>).....	25.841,36	27.445,80	28.614,74	29.084,14	30.251,0
B.- Recettes de coupon couru sur OAT	1.117,05	1.245,96	1.227,55	1.093,00	1.390,0
C.- Charge nette des emprunts et OAT (A-B).....	24.724,31	26.199,83	27.387,19	27.991,14	28.861,0
D.- Intérêts des bons du Trésor à taux fixes et intérêts annuels (BTAN) (<i>chapitre 11-06, article 20</i>).....	8.500,15	7.922,28	7.386,26	7.465,52	7.208,0
E.- Recettes de coupon couru sur BTAN	756,25	1.203,97	883,42	1.166,00	1.102,0

F.- Charge nette des BTAN (D-E).....	7.743,90	6.718,32	6.502,84	6.299,52	6.106,0
Total des charges brutes (A+D).....	34.341,51	35.368,08	36.001,00	36.549,66	37.459,0
Total des recettes de coupon couru (B+E).....	1.873,30	2.449,93	2.110,97	2.259,00	2.492,0
Total des charges nettes (C+F).....	32.468,21	32.918,15	33.890,03	34.290,66	34.967,0

Source : direction du Trésor, direction générale de la comptabilité publique.

2.- Le service de la dette non négociable

Avec moins de 1,4% des dépenses enregistrées au titre de la charge de la dette, le service de la dette non négociable représente, en valeur absolue, **551,5 millions d'euros**. La rémunération versée à La Poste pour le dépôt au Trésor des encours collectés sur les CCP n'y contribue plus que pour 15,4% au lieu de 73,7% en 2000.

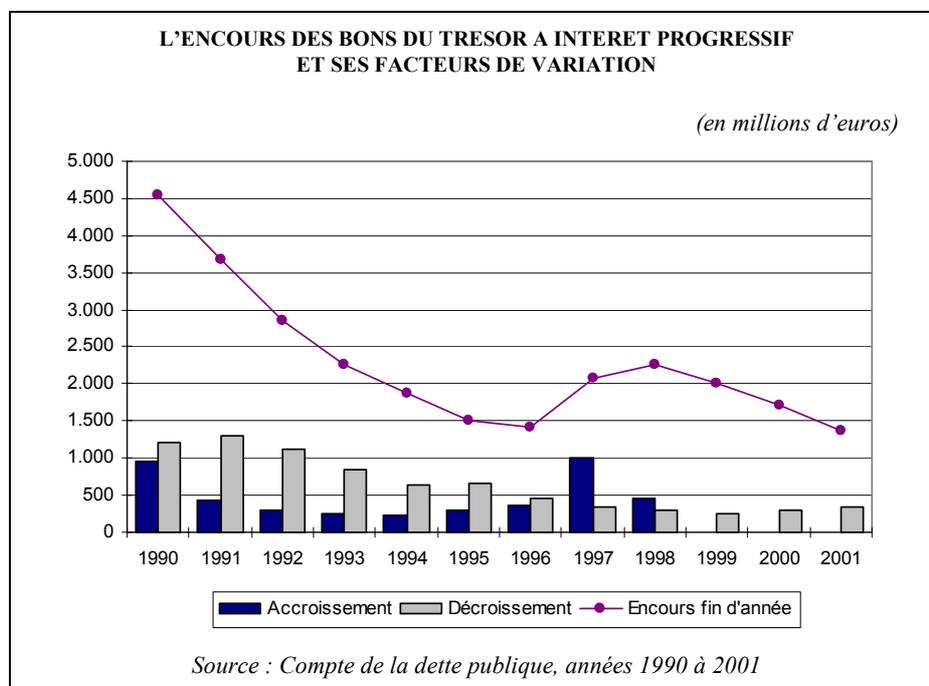
- La dotation demandée au titre des comptes de dépôt au Trésor (chapitre 12-01, article 10) était évaluée à 6 millions d'euros dans la loi de finances initiale. Elle a été révisée à 201 millions d'euros dans la loi de finances rectificative, du fait de l'octroi de comptes de dépôts rémunérés à l'EPFR et au fonds de réserve pour les retraites. Elle est fixée à **58 millions d'euros** dans le présent projet, car il est prévu que le fonds de réserve pour les retraites placera sur les marchés financiers ses disponibilités pendant l'année 2003.

- La rémunération des avoirs des particuliers et des entreprises aux comptes chèques postaux (chapitre 12-01, article 20) s'établirait en 2003 à **85 millions d'euros** soit une diminution de 239 millions d'euros par rapport à la loi de finances initiale pour 2002 ou 349 millions d'euros par rapport à la loi de finances rectifiée. Cette diminution résulte de la mise progressive à la disposition de La Poste des fonds privés des CCP, auparavant déposés au Trésor, dont l'effet n'est pas compensé par la majoration tendancielle des dépôts des particuliers aux CCP, indépendamment du processus de transfert évoqué ci-avant.

- La souscription des bons du Trésor auprès du public a été autorisée à l'occasion de la création des « bons de la Défense nationale » par arrêté du 13 septembre 1914. Depuis, des bons du Trésor à court terme, émis ou non au pair, ont été offerts à la clientèle privée sous des dénominations diverses, pour des durées variables (entre 1 an et 5 ans), et assortis de taux d'intérêt fixes ou variables.

Le décret n° 75-1288 du 30 décembre 1975 a autorisé l'émission de bons du Trésor à intérêt progressif, d'une durée maximale de 5 ans. Sauf dispositions contraires des décrets d'émission, ces bons ne pouvaient être souscrits par les banques, établissements financiers, sociétés d'assurance et de capitalisation et autres organismes soumis aux dispositions de l'ordonnance n° 45-679 du 13 avril 1945 relative au dépôt en compte courant des valeurs du Trésor à court terme. Le décret n° 86-843 du 11 juillet 1986 a réservé ces bons aux personnes physiques, aux associations, aux collectivités locales et à leurs établissements publics (sauf autorisation spécifique du ministre chargé des finances). Le décret n° 98-1206 du 28 décembre 1998 a mis fin à l'émission des bons du Trésor à intérêt progressif à compter du 1^{er} janvier 1999.

Les bons peuvent être présentés au remboursement à tout moment à partir du 3^{ème} mois qui suit leur date d'émission ; ils sont remboursés selon un barème trimestriel publié à l'émission. Les porteurs de bons peuvent obtenir leur remboursement pendant trente ans à compter de la date d'amortissement des bons. Les intérêts sont payables en totalité lors du remboursement.



Les bons du Trésor à intérêt progressif voyaient traditionnellement leur encours décroître régulièrement. Entre 1993 et 1997, les taux servis sur ces bons sont devenus de plus en plus attractifs par rapport à la rémunération d'instruments similaires⁽¹²⁾. De ce fait, les souscriptions se sont accrues à compter de 1995 et sont même devenues supérieures aux amortissements en 1997 et 1998, conduisant ainsi à une augmentation de l'encours total des bons à intérêt progressif en fin d'année. L'émission des bons étant définitivement arrêtée depuis le 1^{er} janvier 1999, l'encours décroît désormais inéluctablement.

La charge budgétaire étant gouvernée par le montant des bons présentés au remboursement, le montant exceptionnellement élevé des souscriptions de 1997 devait nécessairement se répercuter sur les remboursements de 2002. Pourtant, la loi de finances initiale pour 2002 n'avait prévu de majorer les crédits correspondants qu'à hauteur de 12,2 millions d'euros, soit 10% seulement. La loi de finances rectificative du 6 août 2002 a tiré les conséquences de cette sous-évaluation manifeste et a ouvert 97 millions d'euros supplémentaires.

La charge d'intérêts pour 2003 est évaluée à 100 millions d'euros, soit 131 millions d'euros de moins que la prévision de dépenses après intervention de la

(12) Du 15 juillet 1993 au 31 mai 1997, les taux de rendement actuariel brut s'établissaient à 4% à l'issue d'un délai de détention des bons d'un an, 4,5% au bout de 2 ans, 5% au bout de 3 ans, 5,5% au bout de 4 ans et 6% au bout de 5 ans.

loi de finances rectificative du 6 août 2002. Cette évaluation paraît compatible avec le fort reflux des souscriptions nouvelles enregistré en 1998.

- Les crédits du chapitre 12-03, article 20, concernent la rémunération des avances résiduelle de la Banque de France au Trésor. La loi n° 73-7 du 3 janvier 1973 prévoyait la possibilité de concours de la Banque de France au Trésor, dans la limite d'un plafond fixé à 3,13 milliards d'euros. La fraction de ces concours inférieure à 1,6 milliard d'euros n'était pas rémunérée. Les résultats semestriels du Fonds de stabilisation des changes (FSC) étaient imputés sur le montant des concours, de façon à compenser en trésorerie les gains et pertes du FSC. Les concours de la Banque de France au Trésor diminuaient lorsque le FSC faisait des bénéfices et augmentaient lorsque le FSC réalisait des pertes.

Ce mécanisme a eu pour effet de ramener à zéro, en 1982, le montant des concours accordés par la Banque de France. Depuis cette date, aucun concours n'a été mobilisé pour les besoins de trésorerie de l'État. Le montant des concours inscrits en 1993 à l'actif de la Banque de France constituait donc le cumul des résultats semestriels du FSC depuis 1983.

La loi du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France prévoit le remboursement des avances (« concours ») précédemment consenties par la Banque au Trésor. En vertu de la convention du 10 juin 1993, passée entre l'État et la Banque de France, le remboursement s'effectue chaque année à hauteur du dixième du montant des avances constaté en 1993, c'est-à-dire 3,66 milliards d'euros⁽¹³⁾. Le solde des avances est rémunéré au taux de 5%. Par construction, la charge d'intérêts diminue donc chaque année de 18,29 millions d'euros. Elle s'établirait ainsi en 2003 à **18,29 millions d'euros**, compte tenu d'un solde non remboursé de 366 millions d'euros au 31 décembre 2002. La dernière « tranche » d'avances sera remboursée en 2003 et plus aucune charge d'intérêt ne sera donc constatée en 2004.

- Les crédits du chapitre 12-03, article 10, concernent la rémunération des dépôts des instituts d'émission d'outre-mer et des banques centrales africaines de la zone franc, qui font partie des « correspondants du Trésor ».

L'institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM) et l'institut d'émission d'outre-mer (IEOM) effectuent les transferts publics et privés entre la métropole et les collectivités situées dans leur zone de compétence : les DOM et Saint-Pierre-et-Miquelon et Mayotte (depuis 1999) pour l'IEDOM, les TOM pour l'IEOM.

A la suite d'observations émises par l'Institut monétaire européen, le compte d'opérations de l'IEDOM a été transféré le 3 février 1997 dans les écritures de la Banque de France, qui le rémunère au taux des appels d'offres pour la totalité du solde moyen journalier. Seul le compte de l'IEOM demeure dans les livres du Trésor. Cependant il a été décidé, en accord avec la Banque de France, de maintenir

(13) Au 31 décembre 1992, le montant des concours s'élevait à 5,49 milliards d'euros. Une partie a été apurée immédiatement par imputation de 1,83 milliard d'euros sur l'écart de réévaluation des réserves en or.

à titre permanent, sur le compte du Trésor, une encaisse minimale supérieure au montant de l'avance octroyée à l'IEOM.

Depuis 1997, les crédits du paragraphe 11 de l'article 10 financent donc uniquement la rémunération du compte d'opérations de l'IEOM auprès du Trésor. Celui-ci applique un taux de rémunération de 8,5% sur une assiette égale à 60% du solde moyen de ce compte.

En 2001, la dépense s'est établie à 12,12 millions d'euros au lieu de 11,65 millions d'euros en 2000. La dépense devrait s'établir à 12,21 millions d'euros en 2002, compte tenu d'une progression du solde moyen du compte évaluée à 0,8% seulement. La même hypothèse ayant été reconduite pour 2003, la dotation demandée pour 2003 s'élève à **12,31 millions d'euros**.

Le paragraphe 12 du même article retrace les crédits consacrés à la rémunération des dépôts de certaines banques centrales de la zone franc. L'accord de coopération monétaire entre la République française et les pays de la zone franc institue pour chacune des trois banques centrales un compte courant, intitulé « compte d'opérations » ouvert à l'agence comptable centrale du Trésor.

La libre convertibilité de la monnaie de chaque zone est assurée par le droit de tirage illimité dont dispose la banque centrale concernée sur son compte d'opérations, en cas d'épuisement de ses réserves en devises. En contrepartie de ce droit de tirage, les banques centrales sont tenues de déposer 65% au moins de leurs avoirs extérieurs nets (réserves de change) sur leur compte d'opérations.

Les soldes positifs de comptes d'opérations sont rémunérés par l'État sur une base trimestrielle, au taux de la facilité marginale de la Banque centrale européenne. Avant l'instauration de l'euro, le taux de rémunération était celui de la Banque de France pour les prises en pension de 5 à 10 jours.

La dévaluation du franc CFA en 1994 et les mesures d'allègement de la dette ont contribué à l'amélioration de la balance des paiements des États de la zone franc et à un redressement des disponibilités extérieures. Le niveau du compte dépend également de la politique de placement des banques centrales, puisque celles-ci ont la faculté, mais non l'obligation, de placer jusqu'à 35% de leurs disponibilités en devises hors du compte d'opérations.

Pour 2000, les besoins étaient estimés à 152,4 millions d'euros, mais la dépense effective s'est établie à 243,3 millions d'euros. Une dotation de 160 millions d'euros a été ouverte en 2002, sur la base d'un retour du solde moyen des comptes d'opération sur son niveau de 2000. En fait, le niveau moyen des avoirs déposés sur les comptes d'opérations a continué à croître, l'effet en moyenne sur l'année 2002 étant évalué à 2 milliards d'euros, ce qui génère une charge d'intérêt supplémentaire de 84,5 millions d'euros sur la base d'un taux de rémunération égal à 4,75% (prévision de la loi de finances initiale). En sens inverse, la baisse du taux de la facilité marginale enregistrée à la fin de l'année 2001 (-0,5%) procure, en 2002, une économie chiffrée à environ 17,5 millions d'euros. Sur la base de ces éléments,

la loi de finances rectificative du 6 août 2002 a ouvert 69 millions d'euros supplémentaires sur l'article correspondant.

La prévision pour 2003 est fondée sur un taux moyen de rémunération de 4,25% (taux actuel de la BCE) et sur la base d'un niveau moyen du compte d'opération des trois banques centrales égal à 6,45 milliards d'euros, qui suppose une croissance trimestrielle de l'encours de 3%. Au total, la charge d'intérêt prévue au titre des banques centrales de la zone franc est évaluée à 275,69 millions d'euros.

En définitive, les crédits demandés en 2003 sur l'article 10 s'établissent à **288 millions d'euros**.

- Le chapitre 12-05 « Service de la dette de divers organismes, d'emprunts, d'annuités et d'intérêts divers » retrace les charges d'intérêt afférentes aux emprunts ou engagements pris en charge par l'État. Le remboursement du principal relève des opérations de trésorerie et n'apparaît donc pas dans le budget, en conformité avec les dispositions de l'ordonnance organique du 2 janvier 1959.

Après l'amortissement définitif, en 2000, de la dette reprise par l'État du Fonds spécial de grands travaux et de la Société de développement de véhicules automobiles, seule reste servie par l'État la dette reprise de la Société pour la mise en valeur agricole de la Corse (encours initial = 10,24 millions d'euros), qui génère une charge d'intérêt de 0,44 million d'euros seulement. L'amortissement définitif de cet engagement est prévu en 2015.

La dotation demandée au titre de la rémunération de la créance de TVA détenue sur l'État par les entreprises est fixée au montant forfaitaire de 100.000 euros. En effet, votre Rapporteur spécial rappelle que le 16 octobre 2001, en présentant devant l'Assemblée nationale le projet de loi de finances pour 2002, le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a annoncé un « plan de consolidation de la croissance », dans le cadre duquel la dette résiduelle de l'État au titre du décalage d'un mois de la TVA serait intégralement remboursée à ses bénéficiaires en 2002, afin de leur apporter un soutien de trésorerie. L'année 2003 ne devrait donc plus enregistrer que des dépenses à caractère résiduel.

- Les dotations demandées pour couvrir les charges diverses résultant de la gestion de la dette et des frais de trésorerie, qui forment la 3^{ème} partie du titre I, s'élèveraient en 2003 à **28,76 millions d'euros**, soit près de la moitié du montant inscrit dans la loi de finances pour 2002. L'évaluation proposée n'a pas de réelle signification puisque beaucoup de lignes ne sont dotées que pour mémoire dans la loi de finances initiale. L'essentiel des crédits initiaux se rapporte aux commissions de placement et de services financiers, en particulier pour toutes les OAT émises au profit des particuliers. La charge de ces commissions, versées aux établissements financiers, trouve sa contrepartie en recettes d'ordre, au titre des « recettes diverses » de la ligne 806.

3.- Une augmentation sensible des recettes d'ordre

Depuis la loi de finances pour 1995, la notion de « recettes d'ordre », au sens où l'entend le Gouvernement, recouvre trois catégories différentes d'opérations :

– les recettes en atténuation des charges de la dette et des frais de trésorerie. En cohérence avec la présentation habituelle des dépenses hors FSC, ces recettes d'ordre sont elles aussi présentées hors FSC. Elles sont retracées à la ligne 806, tandis que les recettes en provenance du FSC sont isolées sur la ligne 817-02 depuis la loi de finances initiale pour 1997. Cette catégorie de recettes inclut les intérêts servis par les titres émis au profit du Fonds de soutien des rentes ;

– les intérêts versés par le Fonds de soutien des rentes, au titre des avances que lui accorde l'État ; ces recettes sont inscrites à la ligne 411-02 depuis la loi de finances pour 1997 ;

– jusqu'en 1995, les « recettes d'ordre » incluaient également les intérêts des avances versées par le Trésor à l'ACOSS ; en effet, il était admis que les intérêts de ces avances venaient « directement » en atténuation des charges d'intérêt exposées par le Trésor au titre des BTf émis à cette occasion. La Cour des comptes a plusieurs fois contesté cette interprétation extensive de la notion de recettes d'ordre. Depuis la loi de finances pour 1997, les recettes au titre des intérêts d'avances à l'ACOSS ont vocation à figurer à la ligne 411 ; cependant, l'État n'a plus consenti d'avances à l'ACOSS depuis 1995.

ÉVOLUTION RÉCENTE DES RECETTES EN ATTÉNUATION DES CHARGES DE LA DETTE

(En millions d'euros)

	1999	2000	2001	LFI 2002	Révision 2002	PLF 2003
I.- Ligne 806						
Rémunération du compte du Trésor à la Banque de France (806-02)	78,73	38,97	34,33	} 457,0	} 443,0	} 497,0
Rémunérations des pensions sur titres d'État (806-05)	423,79	362,22	216,35			
Coupons courus sur OAT (806-12)	1.117,05	1.245,96	1.227,55	1.093,0	1.093,0	1.390,0
Coupons courus sur BTAN (806-22)	756,25	1.203,97	883,42	1.166,0	1.166,0	1.102,0
Dépôts sur marché interbancaire	–	109,76	190,42			
Dépôts États de la zone euro	–	22,53	14,76			
Recettes du FSR (806-52)	67,64	12,33	8,06	–	–	–
Divers (806-15, 806-55, 806-82, 806-92)	87,79	22,90	35,32	–	–	–
Sous-total Ligne 806 (hors FSC)	2.531,24	3.018,64	2.610,12	2.716,0	2.702,0	2.989,0
II.- Intérêts d'avances au FSR (ligne 411)	60,16	20,24	25,17	–	–	–
TOTAL Recettes d'ordre hors FSC	2.591,40	3.038,88	2.635,38	2.716,0	2.702,0	2.989,0
FSC (817 ; ligne 806-72 avant 1997)	0,06	25,72	12,14	–	–	–
TOTAL Recettes d'ordre y compris FSC	2.591,47	3.064,60	2.647,52	2.716,0	2.702,0	2.989,0

Sources : direction du budget et Situation du recouvrement des recettes de l'État au 31 décembre (direction générale de la comptabilité publique).

Les recettes d'ordre sont évaluées dans le projet de loi de finances pour 2003 à **2,99 milliards d'euros**, soit 287 millions d'euros de plus que dans la loi de finances rectificative pour 2002.

La diminution du taux à court terme (20 points de base) retenue à titre d'hypothèse dans le présent projet de loi de finances paraît contradictoire avec l'augmentation attendue des recettes tirée de la rémunération de la trésorerie de l'État (compte du Trésor à la Banque de France, opérations de pension, prêts sur le marché monétaire, etc.). Cependant, les recettes effectivement perçues dépendent très largement des conditions générales d'exécution de la loi de finances, qui sont un déterminant essentiel du niveau des encaisses liquides du Trésor, et des opérations visant à préparer le refinancement de lignes importantes d'OAT et de BTAN arrivant à échéance.

Les recettes de coupon couru sont difficiles à évaluer *ex ante*. En particulier, selon la direction du Trésor, il n'est pas approprié de rapprocher le tableau de financement prévisionnel et les anticipations de taux. En effet, le volume des recettes de coupon couru résulte majoritairement de paramètres liés à la technique d'émission : dates d'adjudication, choix des lignes de titres et volumes d'émission assurés sur ces lignes.