

Comment l'État gère-t-il sa dette au quotidien ?

Extraits de l'intervention de Philippe Mills, directeur général de l'Agence France Trésor (AFT), aux Ateliers de l'économie à Bercy (Codice) - 14 mars 2008 -

Un certain montant de dette publique est utile et nécessaire dans le cadre de l'action de l'État, organisme dont la vocation est de perdurer et dont les politiques publiques présentes bénéficieront aux générations futures. Du fait du niveau actuel de la dette publique, ce raisonnement peut apparaître à contre-courant de l'opinion générale, mais il est important de rappeler que la dette n'est pas négative en soi.

L'AFT, gestionnaire de la dette et de la trésorerie de l'État

Il convient de souligner en premier lieu que l'AFT gère la dette de l'État et non la dette de l'ensemble des administrations publiques. L'agence ne « s'occupe » donc pas directement du chiffre de 63,6 % de dette en part de PIB de l'ensemble des administrations publiques pour 2007. Le niveau de la dette provient d'un ensemble de choix collectifs et d'arbitrages budgétaires qui s'impose à l'agence.

La dette dont l'AFT est en charge s'établit à 966 milliards d'euros (chiffre arrêté au 31 mai 2008), ce qui représente environ la moitié du PIB de l'économie française. L'encours de cette dette est constitué pour 70 % d'obligations à long terme, 20 % à moyen terme et 10 % à court terme. Sa durée de vie moyenne est un peu supérieure à 7 ans. Le coût de financement moyen des émissions en 2007 était de 4,44 % pour la partie à moyen et long terme. Le programme de financement de moyen et long terme s'est établi aux alentours de 110 milliards d'euros sur les cinq dernières années. Il est de 116,5 milliards d'euros au titre de 2008.

Il existe un lien très étroit entre la gestion de la dette et celle de la trésorerie de l'État. L'AFT se définit avant tout comme le trésorier de l'État, puisque l'agence est le service pivot permettant à l'État d'honorer quotidiennement ses engagements financiers en toutes circonstances.

L'AFT est une bonne illustration de la mise en œuvre de la réforme de l'État. La modernisation de la gestion de la dette remonte au milieu des années quatre-vingt. Dans le cadre de la réforme plus globale des marchés financiers, Pierre Bérégovoy avait créé les BTF¹, les BTAN² et les OAT³, instruments modernes de la dette, afin que la dette française devienne plus liquide, c'est-à-dire plus facilement échangeable à un prix connu par avance. La création de l'AFT, au sein du ministère des Finances, en 2001, a été aussi une première illustration de la modernisation des structures de l'administration centrale française.

¹ BTF : bon du Trésor à taux fixe à intérêt précompté

² BTAN : bon du Trésor à taux fixe à intérêts annuels

³ OAT : obligation assimilable du Trésor

Les missions de l'AFT

L'AFT remplit deux missions principales

Notre but est d'établir une relation de confiance avec les marchés financiers en étant prévisible, transparent et régulier dans notre relation avec eux. Nous cherchons à conjuguer innovation et sécurité pour répondre au mieux à la demande des investisseurs et obtenir ainsi les meilleures conditions de financement dans l'intérêt du contribuable. Dans cette optique de transparence et de prévisibilité, l'AFT annonce dès le mois de décembre le programme annuel de financement de l'année suivante. Notre souhait d'être régulier nous amène à ne pas faire preuve d'opportunisme dans la mise en œuvre de notre stratégie. Concrètement nous n'essayons pas de faire des « coups » pour gagner ponctuellement quelques points de base sur telle ou telle fraction de la dette. Une telle attitude serait en effet préjudiciable à long terme à la fois en termes de sécurité d'émission et de conditions de financement.

- Première mission : la gestion de la trésorerie

Afin d'optimiser la couverture des besoins financiers de l'État, l'agence a pour mission de gérer sa trésorerie. La continuité financière de l'État doit être assurée à chaque instant. Il s'agit d'un objectif important puisque, selon l'article 101 du Traité de Maastricht, le solde du compte de l'État à la Banque de France doit être en permanence au moins équilibré. La Banque centrale ne peut donc pas faire d'avance à l'État. Il s'agit d'une obligation de rang constitutionnel, ainsi que l'indique la décision du Conseil constitutionnel du 29 décembre 2003, sur le PLF⁴ 2004.

Les excédents de trésorerie sont placés sans risque sur le marché interbancaire à court terme. En gérant de façon active les fonds de l'État et ceux déposés par les collectivités locales et les établissements publics, l'AFT assure la sécurité financière de l'État et participe au bon usage des deniers publics.

La politique de placement des excédents de trésorerie vise donc à en diminuer le coût pour le contribuable. Il s'agit également d'avoir, à la fin de l'année, un solde du compte du Trésor le plus faible possible pour réduire les excédents de dette que la sécurité de gestion de la dette n'exigerait pas. La dette, au sens du traité de Maastricht, est en effet une dette brute ne prenant pas en compte les excédents de trésorerie. Si, pour couvrir le solde de ce compte du Trésor, on émettait trop de dette, cela se répercuterait dans le calcul de la dette au sens de Maastricht.

Actuellement, un seuil quotidien du compte du Trésor à 100 millions d'euros est recherché. Il s'agit d'un objectif d'excédent faible qui est l'aboutissement d'un mouvement régulier de décroissance de ce solde. À la fin des années quatre-vingt-dix, le solde moyen quotidien se situait ainsi entre 2 et 2,5 milliards d'euros à comparer avec un niveau moyen du compte du Trésor à 92 millions d'euros seulement en 2007, en dessous de l'objectif des 100 millions.

Enfin, le périmètre des flux qui ont un impact sur le compte unique du Trésor est particulièrement large. Ce compte recouvre non seulement les flux financiers liés à l'État, mais aussi ceux liés aux établissements publics nationaux et aux collectivités locales.

Ce compte unique retrace toutes les opérations financières qui ont trait à cet ensemble ainsi défini :

- le budget de l'État (recettes et dépenses, fiscales ou non fiscales) ;
- les correspondants du Trésor (les collectivités, les établissements publics et leurs recettes et dépenses) ;

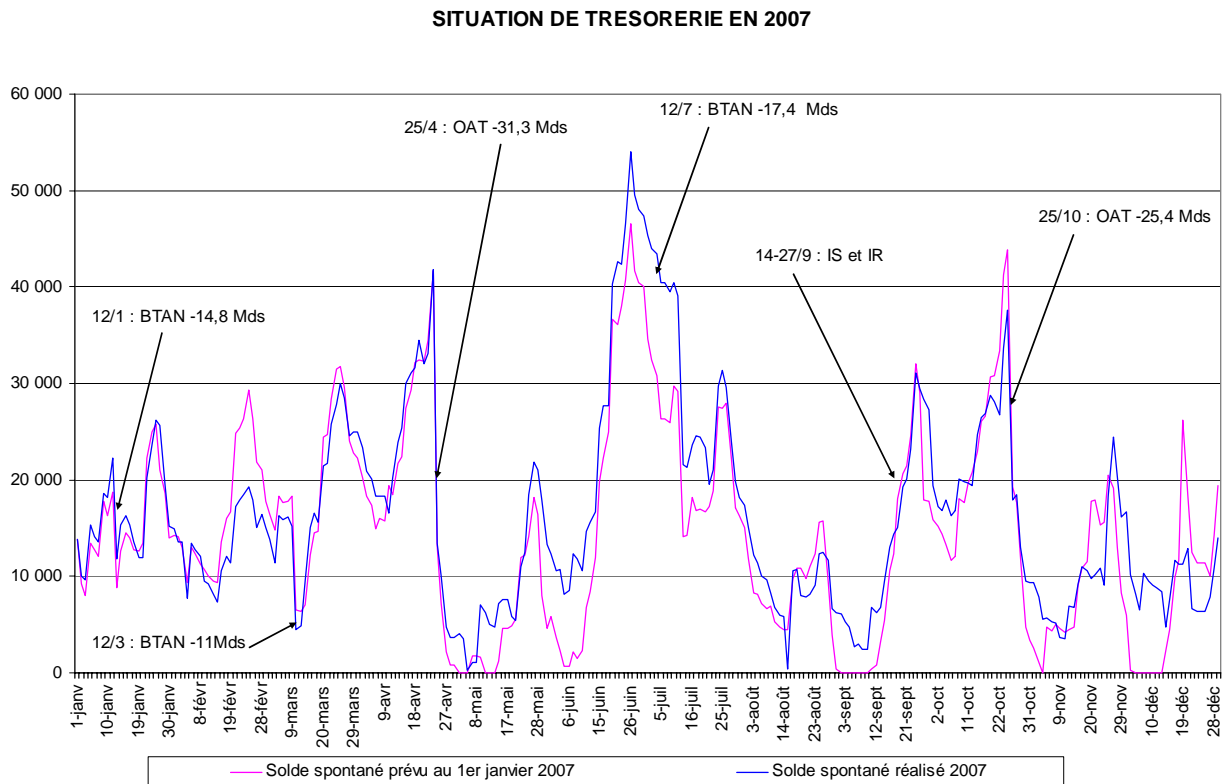
⁴ PLF : projet de loi de finances

- toutes les opérations financières, tout ce qui a trait à la dette elle-même (l'amortissement de la dette, les émissions de la dette, les paiements de coupon).

Ce solde de 100 millions d'euros est donc un objectif de gestion « très serré ». Il est à comparer au montant des mouvements quotidiens sur ce compte du Trésor (dépenses, recettes, amortissements et émissions de dette) qui est de l'ordre de 23,04 milliards d'euros en 2007. Ces flux résultent de la consolidation en temps réel de plus de 7 562 comptes d'opérations des différents comptables publics qui convergent vers ce compte du Trésor. Pour une optimisation efficace de la gestion de la trésorerie du compte unique du Trésor, les décaissements supérieurs à un million d'euros doivent en conséquence être déclarés la veille pour le lendemain afin de prévoir les ajustements nécessaires.

- les prévisions de trésorerie

Graphique 1 : les prévisions de trésorerie



Le *graphique 1* relate le solde « spontané » du compte du Trésor. Il s'agit d'un solde qui serait plutôt semi-spontané. Le solde ainsi calculé ne permet pas en effet de voir les mouvements liés aux recettes, aux dépenses et aux amortissements de dette, les excédents ou les « creux » liés à ces opérations, tels qu'ils existent *ab initio*. Il illustre ce qui se passe avant le placement des excédents éventuels de trésorerie et permet de voir l'amplitude des mouvements sur le compte qui peuvent potentiellement atteindre un montant non-négligeable d'environ 50 milliards. Ce solde du compte ainsi calculé permet de calibrer au mieux les montants à lever à très court terme par le biais des BTF (bons du Trésor).

Pour atteindre l'objectif d'un excédent de seulement 100 millions d'euros, l'Agence France Trésor fait des opérations de placement via des instruments extrêmement sécurisés. Il s'agit de placements de trésorerie réalisés auprès de banques ou via des instruments d'échanges avec d'autres Trésors européens. Ces opérations liées à la trésorerie peuvent également prendre la forme d'interventions sur le marché monétaire qui permettent de placer quotidiennement ces excédents ou ces creux de trésorerie. En 2007, près de 6 800 opérations de placement ont été réalisées par l'Agence France Trésor.

- Deuxième mission : la gestion de la dette de l'État

En matière de dette publique, l'objectif fixé à l'AFT est de réduire le coût du service de la dette à long terme, dans l'intérêt du contribuable, dans les meilleures conditions de sécurité. Il ne s'agit donc pas de surprendre le marché, mais d'être transparent et prévisible, pour émettre dans la durée au moindre coût. Compte tenu des volumes à lever sur les marchés, il s'agit de la stratégie la plus efficace. La France a toujours promu un marché des valeurs du Trésor liquide et profond conformément au souhait émis par les investisseurs.

Pour ce faire, nous émettons des lignes de référence, appelées « *benchmarks* ». Il s'agit de lignes de grosse taille, notamment pour les lignes des OAT (obligations nominales) d'une maturité comprise entre 7 à 50 ans. Une OAT a ainsi une taille moyenne de 15 milliards d'euros, soit presque un point de PIB. Plus précisément, selon sa date de création et la fréquence de son abondement, de tels emprunts présentent un encours pouvant varier entre 5 et 25 milliards d'euros.

Une longue histoire en matière d'innovation

Afin de répondre à la demande des investisseurs et à son évolution, différents produits ont été émis durant ces 20 dernières années, tout en respectant l'impératif de minimiser la charge de la dette pour le contribuable. Ainsi, l'AFT a été le premier émetteur souverain de la zone euro à émettre des titres indexés sur l'inflation, avec dès 1998 le lancement de la première obligation indexée sur l'inflation française puis en 2001 la première OAT indexée sur l'inflation européenne. Dès 1989, nous avons été les premiers de la zone à lancer des emprunts assortis d'une échéance à 30 ans et en 2005 des OAT à 50 ans. Cette tendance consistant à émettre de plus en plus long s'explique par le vieillissement de la population qui tend à accroître la demande pour des actifs longs.

Les banques partenaires de l'État

Pour emprunter sur les marchés financiers dans les meilleures conditions, l'État travaille avec des banques partenaires appelées des « Spécialistes en Valeurs du Trésor » (SVT). Ils étaient au nombre de 13, il y a 20 ans. Ils sont, actuellement, au nombre de 19.

Parmi les SVT, 4 établissements sont français et 15 sont non-résidents (7 américains, 3 britanniques, 2 allemands, 2 suisses, 1 japonais) :

Bank of America, Barclays Capital, BNP Paribas, Calyon, Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Dresdner Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Natixis, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale et UBS.

Les SVT conseillent et assistent l'État sur les émissions et la gestion de la dette. Ils participent aux émissions de la dette par adjudication, c'est-à-dire par enchères. Ils sont soumis à des obligations définies par une charte et doivent notamment participer à toutes les adjudications. Le montant minimum

par SVT est de 2 % des émissions faites sur l'ensemble de l'année pour chaque type de produit (et non pour chaque adjudication). De même, chacune de ces banques doit assurer la liquidité du marché secondaire sur l'ensemble des valeurs du Trésor.

Enfin, ils doivent nous informer dans les meilleures conditions de toutes les évolutions du marché (flux, évolution des prix, contexte financier global, contexte macroéconomique global), afin que l'État se finance dans les meilleures conditions.

Transparence et régularité des adjudications

L'action de l'AFT s'inscrit donc dans une perspective de long terme et de transparence vis-à-vis des investisseurs. Dès le mois de décembre de l'année n-1, l'AFT publie un calendrier annuel d'adjudication valable pour chaque mois, à l'exception des mois d'août et de décembre durant lesquels il n'est pas procédé à des émissions de moyen et long terme. Chaque lundi, nous émettons des titres à très court terme (BTF) d'une durée de vie inférieure à un an. Le premier jeudi de chaque mois, nous adjugeons des obligations nominales à long terme (OAT). Le troisième jeudi, nous émettons des titres à moyen terme (BTAN) et des obligations indexées sur l'inflation.

Préalablement à toutes les adjudications, nous rencontrons les Spécialistes en Valeurs du Trésor, soit au cours de réunions à l'AFT pour préparer l'émission des BTAN, des OAT ou des emprunts indexés, soit par conférence téléphonique dans le cadre des BTF. Nous discutons avec eux des conditions de marché et ils nous conseillent sur les valeurs du Trésor à émettre. Après avoir passé en revue en interne l'ensemble des recommandations des SVT, le lendemain à 11 heures, un communiqué officiel est envoyé pour informer le marché du détail de la prochaine émission. Il est notamment spécifié une fourchette indicative avec une marge généralement de 500 millions d'euros pour le montant que nous souhaitons lever.

Le jour de l'adjudication, les SVT doivent envoyer leurs propositions de prix pour un montant déterminé via un système informatique tenu par la Banque de France. A 10H50, l'AFT alloue les titres en fonction de la fourchette des prix proposés et la réponse est rendue publique dans les 5 à 10 minutes, ce qui constitue un laps de temps relativement court au regard des montants empruntés qui se situent généralement aux alentours de 5 milliards d'euros. A chaque ligne adjudagée, la demande est de deux à quatre fois supérieure à l'offre (montant que souhaite emprunter l'État), ce qui démontre la confiance en la qualité de la signature de la France sur les marchés de capitaux.

C'est ainsi que se déroulent nos émissions dans 95 % des cas. Dans 5 % des cas, le placement des titres est réalisé différemment, par « *syndication* ». Dans ce cas, nous désignons quelques banques SVT pour démarcher les investisseurs de manière plus active sur un nouveau titre spécifique dont le placement peut nécessiter un certain accompagnement qui aille au-delà de la procédure d'adjudication. Les SVT choisis, appelés chefs de file de l'opération, sont désignés en fonction de leur capacité à placer ce nouvel emprunt. Il est procédé à une syndication environ tous les 12 à 18 mois, la dernière opération de ce genre a été réalisée en février 2008 sur une obligation indexée sur l'inflation française de maturité 15 ans (OATi 2,10 % 2023).

L'engouement des non-résidents pour la dette française

La dette française est détenue majoritairement par des investisseurs non-résidents avec un taux de détention de ces derniers de 60 %, ce qui en fait un des plus élevés parmi les grands pays de l'OCDE. Les investisseurs européens sont les plus présents et depuis l'an dernier ceux basés en Asie et au Moyen-Orient sont devenus les deuxièmes plus gros acheteurs de la dette française. Il est dans l'intérêt de l'État, et donc du contribuable, d'avoir la base d'investisseurs la plus large possible pour minimiser

le coût de financement et ne pas dépendre d'une source de flux d'acheteurs uniques. En conséquence, nous effectuons en moyenne une présentation-investisseur (ou *road show*) par mois, pour rencontrer entre 5 et 20 investisseurs. Nous sommes ainsi les « VRP de la dette française » auprès de nombreux investisseurs, de fonds de pension, de *hedge funds*, de banques centrales ou encore d'assureurs de tous pays.

Organisation de l'Agence France Trésor

En quoi l'autonomie dont bénéficie l'AFT est-elle un avantage ?

L'utilité d'une structure comme une agence réside d'abord dans la mise en place d'une procédure de contrôle des risques et de formalisation des relations avec les Spécialistes en Valeurs du Trésor. Plusieurs procédures de contrôle sont ainsi appliquées à plusieurs niveaux. Au sein même de l'agence, une cellule de contrôle des risques veille au respect du cahier de procédures qui s'inspire de la régulation bancaire et financière. En outre, la tenue du compte est entièrement transparente afin que la Banque de France puisse suivre quotidiennement tout ce qui s'y passe. Des audits de contrôle externe sont régulièrement effectués. A ces contrôles s'ajoutent ceux opérés par la Cour des comptes et des Commissions parlementaires.

Un autre avantage est l'autonomie dont nous bénéficions dans la gestion quotidienne de la trésorerie et de la dette. Nos interlocuteurs considèrent que nous prenons des décisions de nature technique visant à optimiser cette gestion et cette trésorerie, même si notre contexte global est influencé par des décisions politiques.

Quels objectifs pour l'AFT ?

Nous agissons dans le cadre d'un contexte qui influe sur nos objectifs. Le contexte est le programme de financement de l'État, qui s'impose à nous. Notre degré de liberté se situe dans le choix et la répartition du type d'instrument qui va servir à financer ce programme. L'établissement de ce programme de financement et la répartition entre financement à court terme (BTF) et le financement à moyen et long terme (BTAN, OAT, indexées) fait l'objet de discussions avec nos partenaires du ministère de l'Economie, avec le ministre et son cabinet. Une fois ce tableau de financement rendu public, il devient l'objectif à respecter.

Pour évaluer notre travail, il existe également les Projets annuels de performance (PAP), une résultante de la LOLF⁵. Le programme 117 de la LOLF est le programme pour la dette et la trésorerie. Dans le cadre de ce programme, nous devons respecter des indicateurs de performance, afin notamment qu'il n'y ait pas de défaut sur la dette, que toutes les adjudications soient couvertes, que nous travaillions par rapport à une moyenne de marché efficace et que les risques soient minimisés. Sept à huit indicateurs de performance ont ainsi été instaurés et sont répertoriés dans ce Projet annuel de performance.

⁵ LOLF : la loi organique relative aux lois de finances

Le personnel de l'AFT

L'équipe de l'agence compte 35 agents. L'agence emploie des contractuels (11) et des fonctionnaires (24). L'agence se caractérise par la diversité de ces profils. A titre d'exemple, des inspecteurs du Trésor public gèrent la trésorerie et maîtrisent très bien tous les éléments relatifs à sa gestion. L'agence emploie également des ingénieurs qui ont une connaissance très « pointue » des mathématiques financières.

Les personnes qui travaillent au sein de l'Agence France Trésor font également régulièrement des stages auprès des SVT pour appréhender concrètement les évolutions des techniques financières et du fonctionnement des marchés.

Enfin, toute personne entrant à l'AFT signe une charte de déontologie spécifique et doit respecter un délai de trois ans pour travailler au sein d'organismes avec lesquels elle a été en contact dans son poste.

Chiffres clés au 31 mai 2008 Echéancier de la dette

- Echéancier de la dette
 - 1 an 153,3 Mds €
 - 2 à 5 ans 430,1 Mds €
 - 5 à 10 ans 186,6 Mds €
 - 10 ans et plus 195,9 Mds €

Dont encours des obligations indexées au 31 mai 2008:

- Titres indexés sur l'inflation français: 65,7 Mds€
 - OATi 3.0% 2009: 13,8 Mds€
 - OATi 1.6% 2011: 15,3 Mds€
 - OATi 2.5% 2013: 15,1 Mds€
 - OATi 1.0% 2017: 14,6 Mds€
 - OATi 3.4% 2029: 6,9 Mds€

- Titres indexés sur l'inflation européenne: 63,1 Mds€
 - BTAN€ 1,25% 2010: 9,3 Mds€
 - OAT€ 3,0% 2012: 16,7 Mds€
 - OAT€ 1,6% 2015: 10,5 Mds€
 - OAT€ 2,25% 2020: 13,1 Mds€
 - OAT€ 3,15% 2032: 8,7 Mds€
 - OAT€ 1,80% 2040: 4,8 Mds€

Chiffres clés sur la dette

<i>Besoins de financements en Mds €</i>	2008
Titres à long terme arrivant à échéance	39,3
Titres à moyen terme arrivant à échéance	58,3
Engagements de l'Etat	2,4
Déficit budgétaire	41,7
Besoins de financement TOTAL	141,7

<i>Ressources de financement en Mds €</i>	2008
Émissions à moyen et long terme (OAT/BTAN) net des rachats	116,5
Annulation de titres d'État par la Caisse de la Dette Publique	3,7
Variation nette de l'encours des bons du Trésor (BTF)	22,1
Variation des dépôts des correspondants du Trésor	-2,7
Variation du compte unique du Trésor	2,1
Ressources de financement TOTAL	141,7

Glossaire

Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF): Il s'agit d'instrument de gestion de trésorerie de l'Etat ayant une maturité de moins d'un an. Ils servent essentiellement à couvrir les fluctuations infra-annuelles de trésorerie de l'Etat, qui découlent pour l'essentiel du décalage entre le rythme d'encaissement des recettes et celui du paiement des dépenses et de l'échéancier d'amortissement de la dette. Un BTF à 3 mois est émis chaque lundi, s'y ajoute, selon les cas, une émission de BTF semestriels ou annuels. Certains BTF peuvent être émis hors calendrier pour des durées de 4 à 7 semaines en fonction des besoins de trésorerie.

Les bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN): Ils regroupent les titres à moyen terme de l'Etat. Leur maturité à l'émission est de deux ou cinq ans. Ils sont émis le troisième jeudi de chaque mois L'Etat émet à cette occasion au moins une ligne de BTAN d'échéance 2 ou 5 ans.

Les obligations assimilables du Trésor (OAT) sont le support de l'endettement à long terme. La maturité de ces titres est comprise entre 7 et 50 ans. Les OAT sont émises par adjudication le premier jeudi de chaque mois.

Les titres indexés sont des obligations à taux réel fixe, dont le principal est protégé contre l'inflation française hors tabac (OATi) ou contre l'inflation européenne hors tabac de la zone euro (BTAN€, OAT€). Les OATi, BTAN€ et OAT€ sont destinés aux investisseurs institutionnels ou particuliers désireux de protéger le pouvoir d'achat de leurs placements. Les coupons, versés annuellement, sont une fraction fixe du principal indexé et sont donc également protégés contre l'inflation.

- **Maturité :** Durée restant à courir jusqu'à la date d'échéance de l'obligation.
- **Échéance :** Date à laquelle le débiteur (l'Etat) rembourse son emprunt aux créanciers (le possesseur de l'OAT).
- **Coupon :** le coupon est l'intérêt payé au porteur d'une obligation. Le coupon des OAT est annuel et est un pourcentage fixe du nominal (lequel est indexé dans le cas des titres indexés).
- **Marché secondaire / Marché primaire :** Le marché secondaire désigne le marché sur lequel sont échangés les titres déjà émis. Par différence, le marché primaire est celui constitué par les achats des titres à l'émission.
- **Adjudication :** Technique de placement d'une émission d'un titre selon laquelle les soumissionnaires (SVT) proposent un prix.
- **Taux d'intérêt nominal ou facial :** C'est le taux d'intérêt qui s'applique au nominal de l'obligation, qui est inscrit dans le contrat d'émission du titre.
- **Taux d'intérêt réel :** Il est obtenu en corrigeant le taux d'intérêt nominal des effets de l'inflation.