



**PROJET DE LOI DE FINANCES POUR 2025**

**NOTE DE PRÉSENTATION**

COMMISSION  
DES  
FINANCES

**Mission**  
**« ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT »**

**et**

**Comptes de concours financiers**  
**« ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX »**

**et**

**« PRÊTS ET AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT  
OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS »**

**Examen par la commission des finances le jeudi 14 novembre 2024**

**Rapporteur spécial :**

**M. Albéric de MONTGOLFIER**



## SOMMAIRE

Pages

### PREMIÈRE PARTIE

#### LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT »

<b>I. EN DÉPIT DE LA RÉCENTE INFLEXION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT CONTINUE DE S'ALOURDIR FORTEMENT .....</b>	<b>7</b>
<b>A. LES TAUX D'INTÉRÊT DES TITRES DE DETTE FRANÇAISE DEMEURENT À UN NIVEAU ÉLEVÉ, NOTAMMENT SOUS L'EFFET D'UN CREUSEMENT DE LA PRIME DE RISQUE PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE .....</b>	<b>7</b>
1. <i>Plus que par l'incertitude politique née de la dissolution, le creusement de l'écart de taux par rapport à l'Allemagne s'explique par la dégradation successive des prévisions de déficit du précédent Gouvernement pour 2023 et pour 2024.....</i>	<i>7</i>
2. <i>En dépit de l'assouplissement de la politique monétaire depuis juin 2024, les taux d'intérêt sur les titres de dette française devraient demeurer dans les prochaines années nettement au-dessus de 3 %.....</i>	<i>11</i>
<b>B. EN L'ABSENCE DE REDRESSEMENT APPUYÉ DES FINANCES PUBLIQUES, LA TRAJECTOIRE DE LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT EST APPELÉE À DOUBLER ENTRE 2024 ET 2029, POUR REPRÉSENTER 2,7 % DU PIB ET LE PREMIER POSTE DE DÉPENSES DU BUDGET .....</b>	<b>16</b>
1. <i>Un programme de financement record en 2025, qui atteint la barre historique des 300 milliards d'euros, alors que la dette de l'État dépasse déjà 2 600 milliards d'euros .....</i>	<i>16</i>
2. <i>Une charge de la dette en voie de devenir, à politique inchangée, le premier poste de dépenses du budget de l'État.....</i>	<i>18</i>
3. <i>Une croissance notable de la part des créanciers non-résidents depuis 2022, qui pourrait représenter une vulnérabilité pour le refinancement de la dette de l'État .....</i>	<i>21</i>
<b>C. LE MAINTIEN DU PROGRAMME 369 « AMORTISSEMENT DE LA DETTE DE L'ÉTAT LIÉE À LA COVID-19 » NE RÉPOND À AUCUNE JUSTIFICATION RÉELLE, DE MÊME QUE L'ISOLEMENT DE LA CHARGE DE LA DETTE DE SNCF RÉSEAU REPRIS PAR L'ÉTAT AU SEIN DU PROGRAMME 355 .....</b>	<b>27</b>
1. <i>Le programme 369 ne présente aucun fondement économique ou budgétaire .....</i>	<i>27</i>
2. <i>Si l'existence d'un programme spécifique pour la charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État peut éventuellement davantage se justifier, la présentation transparente de la charge totale de la dette de l'État impose également la suppression du programme 355 .....</i>	<i>28</i>
<b>II. ALORS QUE LES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT DEVRAIENT ENREGISTRER UNE BAISSÉ NOTABLE DE PRÈS D'UN MILLIARD D'EUROS, LES AUTRES PROGRAMMES DE LA MISSION PRÉSENTENT DES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES PEU SIGNIFICATIVES .....</b>	<b>30</b>
<b>A. UNE DIMINUTION CONTINUE DES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT DEPUIS 2022 .....</b>	<b>30</b>

B. EN DÉPIT DE L'ALÉA ENTOURANT L'ESTIMATION DE LA SINISTRALITÉ, LE RISQUE FINANCIER PORTÉ AU TITRE DES PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT DEVRAIT RESTER MODÉRÉ.....	31
1. Une sinistralité du dispositif des PGE estimée à 4,1 % .....	31
2. Une situation de trésorerie des entreprises qui s'est dégradée en 2023, avec un effet de rattrapage sur les défaillances .....	32
3. Des solutions pour assurer la restructuration ordonnée et équitable des PGE .....	35

## **DEUXIÈME PARTIE LES COMPTES SPÉCIAUX**

<b>I. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « PRÊTS ET AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS » : UN EXCÉDENT QUI DEVRAIT SE CONFIRMER EN 2025 .....</b>	<b>39</b>
A. UN PÉRIMÈTRE QUI POURSUIT SA RATIONALISATION EN 2025, AVEC LA SUPPRESSION DU PROGRAMME 829 RELATIF AU VOLET TRANSPORTS DU PLAN MARSEILLE EN GRAND .....	39
B. UN NOUVEL EXCÉDENT EN 2025, PORTÉ PAR DES RECETTES EN PROGRESSION ET LA DIMINUTION DES DÉPENSES AU TITRE DU PROGRAMME 824 « PRÊTS ET AVANCES À DES SERVICES DE L'ÉTAT » .....	42
<b>II. DANS LA CONTINUITÉ DES ANNÉES PRÉCÉDENTES, LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX » N'EST PAS DOTÉ DE CRÉDITS.....</b>	<b>44</b>
<b>LISTE DES PERSONNES ENTENDUES .....</b>	<b>47</b>

*Au 10 octobre, date limite prévue par la loi organique relative aux lois de finances pour l'envoi des réponses au questionnaire budgétaire, le rapporteur spécial avait reçu 100 % des réponses pour la mission « Engagements financiers de l'État », et pour le compte de concours financiers « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics ».*

---

## PREMIÈRE PARTIE

### LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT »

Deuxième mission pour les crédits de paiement<sup>1</sup>, la mission « Engagements financiers de l'État » se compose de huit programmes.

Six programmes sont dotés de crédits dans le PLF pour 2025 :

- le **programme 117 « Charge de la dette et trésorerie de l'État »**, dont 98 % des crédits sont alloués au paiement des intérêts de la dette. Ce programme doit permettre de répondre à deux objectifs : garantir la solvabilité de l'État en lui permettant d'honorer ses engagements financiers dans les conditions les moins onéreuses et les plus sûres possibles ; s'assurer que le compte de l'État à la Banque de France, « le compte unique du Trésor », est créditeur à la fin de chaque journée<sup>2</sup> ;

- le **programme 114 « Appels en garantie de l'État »**, qui retrace les crédits destinés à couvrir les appels des garanties octroyées par l'État. L'État garantit principalement des dettes émises par des tiers, soit pour leur permettre de bénéficier de conditions de financement plus favorables, soit pour les garantir sur un engagement qu'ils ont pris pour le compte de l'État. Le programme retrace en particulier les crédits engagés dans le cadre de la provision sur les prêts garantis par l'État (PGE) ;

- le **programme 145 « Épargne »**, qui est destiné à soutenir le secteur du logement et de l'accession à la propriété. Il se distingue toutefois par le poids des 26 dépenses fiscales qui lui sont rattachées, dont le coût est près de 98 fois supérieur aux crédits ouverts sur ce programme ;

- le **programme 344 « Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque »**, qui vise à soutenir les collectivités territoriales ayant souscrit aux prêts structurés à risque ou « prêts toxiques ». Créé par l'article 92 de la loi de finances pour 2014<sup>3</sup>, il intervient de trois manières : en apportant une aide au remboursement anticipé des emprunts<sup>4</sup>, en prenant en charge une partie des intérêts dus sur les échéances

---

<sup>1</sup> Hors remboursements et dégrèvements.

<sup>2</sup> L'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne dispose qu'il « est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées « banques centrales nationales », d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite ». Concrètement, la Banque de France ayant l'interdiction d'autoriser l'État à être en découvert, le compte unique du Trésor doit toujours être positif en fin de journée.

<sup>3</sup> Article 92 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014.

<sup>4</sup> L'aide au remboursement est apportée dans la limite d'un taux maximal de 75 % des indemnités de remboursement anticipé, auquel s'ajoute un taux complémentaire maximal de 5 % pour les situations les plus graves.

dégradées (15 % des collectivités territoriales aidées) et en apportant une aide à la gestion de l'encours ;

- le **programme 369 « Amortissement de la dette de l'État liée à la covid- 19 »**, qui porte les crédits affectés à la Caisse de la dette publique pour rembourser une somme équivalente au montant de la dette de l'État liée à la covid- 19, évaluée en 2022 par le Gouvernement à 165 milliards d'euros ;

- le **programme 355 « Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État »**, qui porte les charges d'intérêt résultant de la reprise de dette de SNCF Réseau par l'État à hauteur de 25 milliards d'euros en 2020 et 10 milliards d'euros en 2022, à la suite de la réforme du système ferroviaire décidée en 2018. Ce programme permet de suivre la charge induite par cette dette sur le budget de l'État.

**Comme en 2024, deux programmes ne sont pas dotés de crédits pour l'année 2025 :**

- le **programme 336 « Dotation du mécanisme européen de stabilité »** a constitué le support de la contribution française au capital du Mécanisme européen de stabilité (MES), versée en cinq tranches entre 2012 et 2014. Par ailleurs, entre 2017 et 2022, la France a procédé à la rétrocession au MES des intérêts payés sur ses dépôts placés auprès de la Banque de France. L'évolution à partir de l'été 2022 du taux de facilité de dépôt de la Banque centrale européenne (BCE), qui devrait rester durablement positif, a mis fin à ce dispositif ;

- le **programme 338 « Augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement »**, qui est le support budgétaire de la participation de la France à l'augmentation du capital de la Banque européenne d'investissement.

Ces deux derniers programmes n'appelleront donc pas de commentaire particulier de la part du rapporteur spécial.

Dans le cadre du présent projet de loi de finances (PLF), **les crédits demandés connaissent une augmentation notable, à des niveaux records** aussi bien en autorisations d'engagement (AE) qu'en crédits de paiement (CP) :

- **56,0 milliards d'euros en AE, soit une croissance de + 3,41 %** par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2024 (+ 1,8 milliard d'euros) ;

- **61,3 milliards d'euros en CP, soit une hausse de + 0,86 %** par rapport à la LFI 2024 (+ 520 millions d'euros).

Cette évolution s'explique principalement par **l'augmentation de la charge de la dette de l'État, à 53,5 milliards d'euros (en AE et en CP),** soit une progression de + 5,26 % (+ 2,7 milliards d'euros).

## I. EN DÉPIT DE LA RÉCENTE INFLEXION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT CONTINUE DE S'ALOURDIR FORTEMENT

### A. LES TAUX D'INTÉRÊT DES TITRES DE DETTE FRANÇAISE DEMEURENT À UN NIVEAU ÉLEVÉ, NOTAMMENT SOUS L'EFFET D'UN CREUSEMENT DE LA PRIME DE RISQUE PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE

#### 1. Plus que par l'incertitude politique née de la dissolution, le creusement de l'écart de taux par rapport à l'Allemagne s'explique par la dégradation successive des prévisions de déficit du précédent Gouvernement pour 2023 et pour 2024

Comme le souligne le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025, **l'évolution du taux de rendement à 10 ans de la France depuis le début de l'année 2024 a suivi « une trajectoire singulière »**, enregistrant une **forte hausse (+ 28 points de base au 20 septembre par rapport au début de l'année)**, sous la conjugaison de deux facteurs :

- d'une part, le **report des anticipations de baisses de taux de la Banque centrale européenne (BCE)** jusqu'en mars ;
- d'autre part, et surtout, la **hausse de la prime de risque**.

#### **Le report des anticipations de baisse de taux de la BCE au premier semestre 2024**

L'année 2024 s'est ouverte dans un contexte d'anticipations de baisses de taux de la BCE rapides et répétées sur toute l'année 2024 en raison (i) de perspectives de croissance dégradées (en particulier en Allemagne) et (ii) de l'amorce du processus désinflationniste qui devait ramener l'inflation au niveau de la cible de la BCE dans le courant de l'année 2024.

Au début du mois de janvier 2024, les anticipations implicites de baisses de taux de la BCE intégraient ainsi 6 baisses de taux directeurs (de 25 points de base) selon les anticipations de marché sur l'année 2024. Dans les faits, la croissance économique s'est montrée plus résiliente qu'attendu en zone euro au cours du premier semestre 2024 et le processus désinflationniste a ralenti, en raison, notamment, de la persistance de l'inflation dans le secteur des services, de sorte que les anticipations de baisses de taux de la BCE ont diminué.

Ce report des anticipations de baisses de taux a pesé sur les taux de rendement obligataire des pays de la zone euro, notamment ceux des pays dits « cœurs », qui ont progressé entre le 1<sup>er</sup> janvier et la fin du mois d'août (+ 12 points de base en Allemagne, + 13 points de base aux Pays-Bas et en Belgique, + 11 points de base en Autriche).

*Source : commission des finances, d'après le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025*

La hausse de la **prime de risque** sur la dette de la France, mesurée par **l'écart de taux (« spread ») par rapport à la dette allemande**, s'est réalisée en **trois étapes**<sup>1</sup> :

- le premier mouvement d'écartement de taux a eu lieu à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre et s'explique par la **publication de chiffres de déficit et de dette de 2023 plus dégradés qu'attendu** et par la **présentation de prévisions de finances publiques révisant à la hausse la trajectoire de déficit et de dette** par rapport à la précédente trajectoire pluriannuelle ;

- un deuxième mouvement d'écartement de taux a eu lieu à partir du mois de juin, dans un **contexte d'incertitude suite aux élections législatives anticipées** ;

- dans un troisième temps, la **dégradation du déficit 2024** a contribué à peser sur le *spread*.

Ainsi, **l'évolution de la prime de risque singularise fortement la France, avec un creusement de l'ordre d'une vingtaine de points de base pour le taux à 10 ans depuis le début de l'année 2024**. Aujourd'hui, le *spread* de la France par rapport à l'Allemagne se situe autour de **75 points de base**.

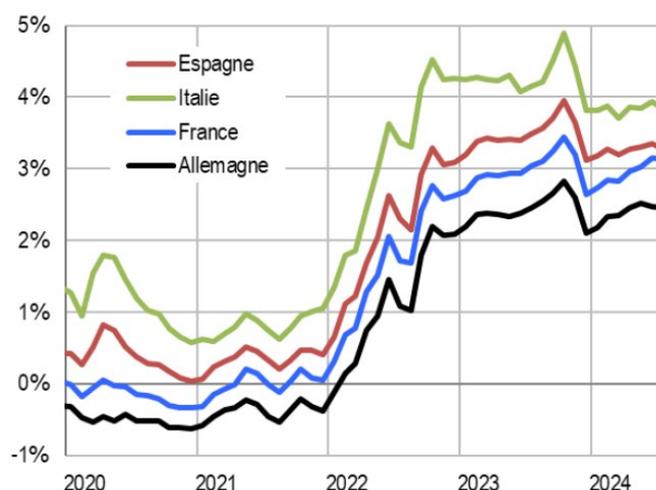
À l'inverse, **les pays qualifiés de périphérique (Italie, Espagne, Portugal, Grèce, notamment) ont connu un net resserrement de leurs spreads de taux à 10 ans vis-à-vis de l'Allemagne** : entre le 1<sup>er</sup> janvier et la fin du mois d'août, l'écart de taux Italie-Allemagne a diminué de - 25 points de base, l'écart de taux Espagne-Allemagne de - 17 points de base, l'écart de taux Portugal-Allemagne de - 18 points de base et l'écart de taux Grèce-Allemagne de - 5 points de base. De fait, le resserrement des *spreads* de ces pays peut s'expliquer par les **efforts de maîtrise de leurs comptes publics dans la période récente**, par contraste avec la situation française.

---

<sup>1</sup> Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025.

## Taux d'intérêt souverains à 10 ans de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne et de l'Italie

(en pourcentage)



Source : *Projet annuel de performances « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2025*

De fait, les conséquences des dégradations répétées de la trajectoire de déficit et de dette sur la confiance des investisseurs ont été accentuées par l'incertitude politique créée par la dissolution de l'Assemblée nationale le 9 juin 2024. Cette incertitude n'a pas permis à la France de bénéficier réellement de la baisse des taux à la suite de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE le 6 juin, avec un premier abaissement du taux de la facilité de dépôt de 4,00 % à 3,75 %.

Sur l'ensemble de la période du 3 juin au 15 juillet 2024, le taux à 10 ans de la France s'est inscrit en légère baisse de 3,08 % à 3,06 %. Si la variation du taux de rendement souverain a été quasi-nulle sur la période, la volatilité a été importante et peut se résumer en trois mouvements principaux<sup>1</sup> :

- le lundi 10 juin, le taux de rendement souverain français a augmenté de +13 points de base, à la suite du résultat des élections européennes et de l'annonce des élections législatives anticipées consécutives à la dissolution de l'Assemblée nationale, qui ont ouvert, aux yeux des investisseurs, une période d'incertitude politique et budgétaire ;

- ensuite, dans la période qui a précédé le premier tour des élections législatives anticipées, le taux à 10 ans français a évolué de façon quasi-parallèle au taux à 10 ans allemand ;

<sup>1</sup> Réponses de l'Agence France Trésor au questionnaire du rapporteur spécial.

- enfin, **le taux de rendement souverain à 10 ans français a diminué après les résultats du premier tour du scrutin le 1<sup>er</sup> juillet.**

Par ailleurs, à partir du 2 juillet, des publications de données macroéconomiques allant dans le sens d'un **ralentissement de l'économie américaine** (inscriptions au chômage en hausse, indice manufacturier ISM en baisse, hausse du taux de chômage) et d'une **baisse des taux de la Réserve fédérale (Fed)** ont conduit à une **diminution des taux d'intérêt de long terme toutes géographies confondues.**

Au total, **l'écart de rendement de l'obligation souveraine à 10 ans de la France par rapport à l'Allemagne a augmenté de + 13 points de base entre le 3 juin et le 15 juillet 2024, passant de 52 points de base à 65 points de base.**

Comme l'évolution du taux de rendement à 10 ans de la France, **l'écartement du spread par rapport à l'Allemagne peut se décomposer en trois périodes<sup>1</sup> :**

- **entre le 9 juin et le 14 juin, l'écart de rendement souverain à 10 ans entre la France et l'Allemagne a augmenté de + 28 points de base en raison de la hausse perçue du risque politique et budgétaire français.** Comme le précise l'Agence France Trésor, cette hausse importante résulte d'un « *effet ciseau* » entre, d'une part, la **hausse du taux de rendement français** et, d'autre part, le **rôle de valeur refuge de l'Allemagne** qui a profité de la hausse de la prime de risque pour attirer des investisseurs, ce qui a eu pour effet une **baisse du taux de rendement allemand ;**

- **entre le 14 juin et le 1<sup>er</sup> juillet, l'écart des rendements s'est stabilisé dans une fourchette haute comprise entre 72 et 80 points de base dans l'attente du résultat du scrutin législatif français ;**

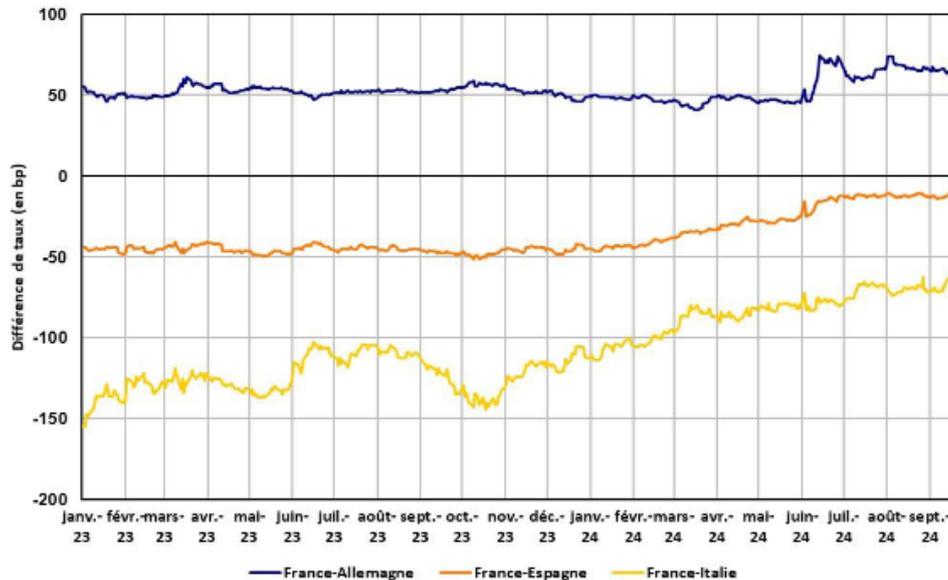
- **enfin, à partir du 1<sup>er</sup> juillet, les résultats du premier tour du scrutin ont conduit à une diminution de la prime de risque et à un resserrement de l'écart de rendement souverain entre la France et l'Allemagne.** Cette baisse de la prime de risque s'est poursuivie à l'issue du second tour du scrutin législatif, avant un nouvel écart bref lors de la séance du 9 juillet, puis une **stabilisation du spread à une vingtaine de points de base au-dessus de son niveau du 3 juin, autour de 75 points de base.**

---

<sup>1</sup> Réponses de l'Agence France Trésor au questionnaire du rapporteur spécial.

### Différence de taux d'intérêt à 10 ans de la France avec l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie

(en points de base)



Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025

## 2. En dépit de l'assouplissement de la politique monétaire depuis juin 2024, les taux d'intérêt sur les titres de dette française devraient demeurer dans les prochaines années nettement au-dessus de 3 %

La prévision de charge de la dette de l'État dans le cadre du PLF 2025 s'appuie sur le **scénario de taux d'intérêt** suivant :

- les **taux d'intérêt à 3 mois** s'établiraient à **3,25 % fin 2024** puis **3,00 % dès la mi-2025** et se stabiliseraient à ce niveau.

- les **taux d'intérêt à 10 ans** s'établiraient à **3,30 % fin 2024**, puis **3,60 % fin 2025** et **3,70 % fin 2026** et se stabiliseraient à ce niveau.

Cette évolution en sens inverse des taux d'intérêt à court terme et à long terme s'explique par **l'inflexion récente de la politique monétaire de la BCE** et par le **rythme progressif de refinancement de la dette de l'État**, en fonction de la maturité moyenne des titres.

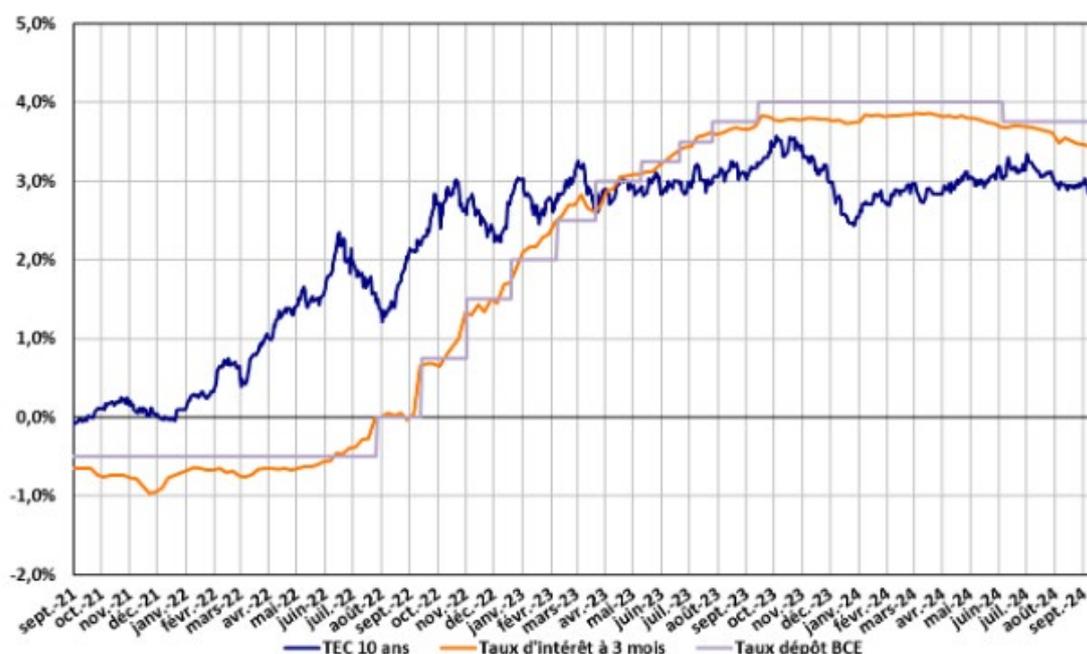
De fait, **la politique monétaire de la BCE a connu plusieurs changements d'orientation dans la période récente.**

Dans un premier temps, en réponse à la crise inflationniste, la BCE avait décidé un relèvement marqué de ses taux directeurs à partir de juillet 2022, le taux de la facilité de dépôt augmentant de - 0,5 % à 4,00 % en septembre 2023.

Alors que l'inflation a enregistré un reflux important en 2023 et en 2024, la BCE a amorcé un nouveau mouvement de baisse de ses taux directeurs en juin dernier. Cette première baisse, de 25 points de base, a été suivie de deux baisses en septembre et en octobre, également de 25 points de base chacune, le taux de la facilité de dépôt diminuant à 3,25 %<sup>1</sup>.

### Taux d'emprunt à 3 mois et à 10 ans de la France et taux de rémunération des dépôts par la BCE

(en pourcentage)



Note : données à début octobre 2024 (n'incluant pas la dernière baisse de taux directeurs de la BCE du 17 octobre 2024). L'indice quotidien TEC 10 ans (taux de l'échéance constante à 10 ans) représente le taux de rendement actuariel d'une OAT fictive d'échéance exactement égale à 10 ans. Le taux BTf 3 mois désigne le taux d'intérêt portant sur les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté d'une maturité de 3 mois. Le taux de dépôt BCE correspond au taux de la facilité de dépôt de la Banque centrale européenne.

Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025

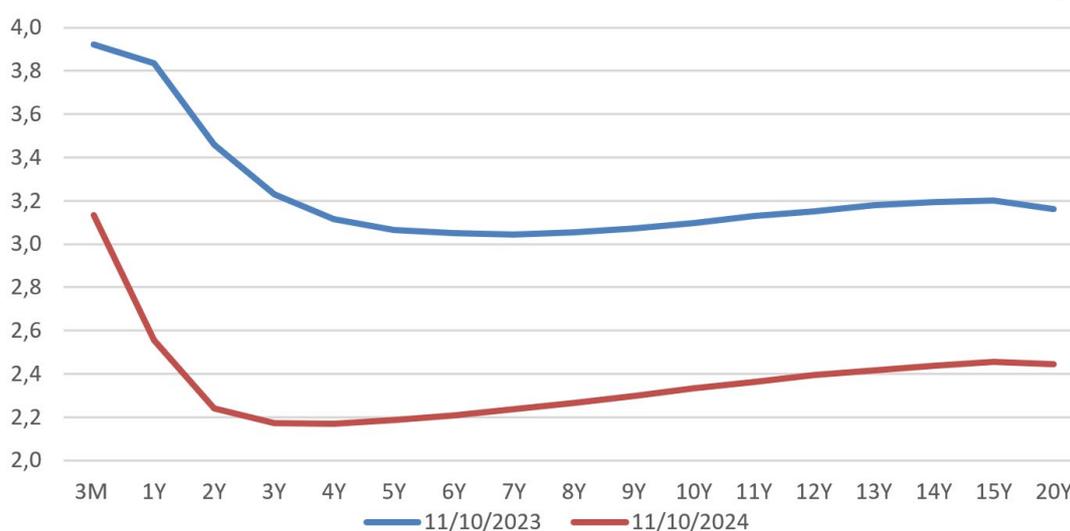
<sup>1</sup> Décisions de politique monétaire du 6 juin 2024, du 12 septembre 2024 et du 17 octobre 2024.

Comme le note l'Agence France Trésor<sup>1</sup>, l'inflexion récente de la politique monétaire de la BCE se traduit par la **baisse des taux d'intérêt de court terme. Le scénario de taux d'intérêt intègre une baisse supplémentaire des taux directeurs de la BCE d'ici mi-2025, de tel sorte que le taux d'intérêt à 3 mois se stabiliserait à 3,00 %.**

Ces prévisions sont cohérentes avec les anticipations des acteurs financiers telles qu'elles ressortent de la courbe des taux. En effet, **les investisseurs anticipent que les taux directeurs de la BCE vont continuer à baisser à court terme**, ce qui explique la forte baisse des taux souverains sur le segment court de la courbe des taux (entre 1 mois et 2 ans). La courbe retrouve ensuite sa forme habituelle, croissante à mesure de l'allongement de la maturité, sur les maturités plus longues (entre 2 ans et 10 ans).

### Évolution de la courbe des taux de la zone euro tirés des swaps OIS

(en pourcentage)



Note : Un swap OIS (« *overnight indexed swap* ») est un contrat d'échange de taux dont la jambe variable est indexée sur le taux interbancaire à un jour. La courbe en bleu représente la courbe des taux au 11 octobre 2023. La courbe en rouge correspond à la courbe des taux au 11 octobre 2024. Sur l'axe des abscisses, le libellé « 3M » correspond à 3 mois. Les graduations assorties de la lettre « Y » correspondent à un nombre d'années.

Source : réponses de la Banque de France au questionnaire du rapporteur spécial

Comme le relève la Banque de France, **les taux à toutes les maturités sont aujourd'hui en dessous des niveaux observés il y a un an, reflétant les baisses des taux directeurs réalisées et attendues par les marchés.**

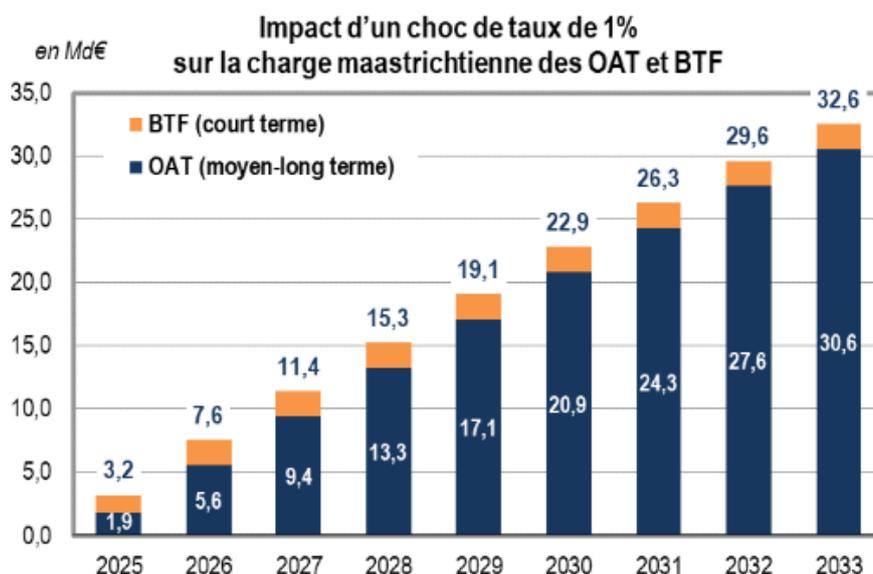
<sup>1</sup> Réponses de l'Agence France Trésor au questionnaire du rapporteur spécial.

Ainsi, si la trajectoire des taux directeurs est désormais favorable à l'allègement de la charge de la dette, « l'aléa principal concern[e] le spread de crédit de la France (...) En cas de tension sur la dette française (dégradation de la qualité de crédit ou de la perception du marché sur celle-ci), l'écartement du spread pourrait contribuer à pousser les taux de refinancement à la hausse »<sup>1</sup>.

Selon les estimations de l'Agence France Trésor, l'effet d'un choc de taux pérenne de + 1 point (+ 100 points de base) par rapport au scénario de référence, sur l'ensemble de la courbe de taux, entraînerait une hausse de la charge de la dette de 3,2 milliards d'euros à 1 an, 19,1 milliards d'euros à 5 ans et 32,6 milliards d'euros à 9 ans.

### Impact d'un choc de taux d'intérêt sur la charge de la dette à moyen terme (en comptabilité maastrichtienne)

(en milliards d'euros)



Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025

Comme le souligne la Banque de France, « symétriquement, de bonnes nouvelles sur le déficit budgétaire viendraient rassurer les investisseurs » et influencer à la baisse sur la prime de risque et donc sur le taux des titres de dette française.

Cette analyse est partagée par **Éric Monnet**, professeur à l'École d'économie de Paris, auditionné par le rapporteur spécial. Pour M. Monnet, la pente descendante de la courbe des taux sur le segment court, qui se traduit par un taux à 1 an égal au taux à 5 ans, indique que les marchés

<sup>1</sup> Réponses de la Banque de France au questionnaire du rapporteur spécial.

anticipent, d'une part, une récession à court terme et, d'autre part, une réaction de la banque centrale à travers une baisse de ses taux directeurs. Ainsi, la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire devrait représenter « *une bonne nouvelle* » pour la charge de la dette, après deux ans de taux élevés entre 2022 et 2024.

Cependant, **comme le souligne M. Monnet, le principal déterminant des taux sur la dette de la France est aujourd'hui l'instabilité politique.** À ce titre, **pour les marchés, les annonces de dérapage du déficit public constituent « le pire » des scénarios.** Pourtant, alors que l'on pouvait attendre un impact plus fort sur le *spread* à la suite de ces annonces, celui-ci est demeuré à un niveau encore relativement modéré.

Selon M. Monnet, **la France est, dans le contexte actuel, préservée par le niveau relativement faible de la détention de la dette par des non-résidents** (alors que la part importante de détention par des non-résidents constitue un problème pour les États émergents) **et par la protection de la BCE.** Sur ce dernier point néanmoins, le rapporteur spécial rappelle que **la garantie de la BCE n'est pas absolue et est conditionnée au respect des règles budgétaires européennes<sup>1</sup>.**

#### Les critères d'éligibilité aux programmes OMT et TPI de la Banque centrale européenne

##### Le programme OMT (« *Outright Monetary Transactions* »)

L'éligibilité au programme OMT est conditionnée à la mise en œuvre d'un **programme approprié du Mécanisme européen de stabilité (MES)**. Ce programme peut prendre la forme d'un programme d'ajustement macroéconomique complet du MES ou d'un programme de précaution (ligne de crédit à conditions renforcées), à condition d'inclure la possibilité d'achats sur le marché primaire par le MES.

Le programme OMT est conduit tant qu'il demeure cohérent avec l'orientation de la politique monétaire et que les conditionnalités sont bien respectées.

##### Le programme TPI (« *Transmission Protection Instrument* »)

L'éligibilité au programme TPI est soumise à quatre critères d'éligibilité cumulatifs :

- **le respect du cadre budgétaire de l'Union européenne** : l'État concerné ne doit pas faire l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs ou ne doit pas être considéré comme n'ayant pas engagé d'action effective en réponse à une recommandation du Conseil au titre de l'article 126, paragraphe 7, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) ;

<sup>1</sup> Voir, pour une analyse détaillée, le rapport d'information n° 719 (2023-2024) de M. Albéric de MONTGOLFIER, fait au nom de la commission des finances, sur les facteurs explicatifs des perspectives d'évolution différentes en matière de charge de la dette entre la France et les principaux États européens, juillet 2024.

- **l'absence de déséquilibres macroéconomiques graves** : l'État ne doit pas faire l'objet d'une procédure concernant les déséquilibres excessifs ou ne doit pas être considéré comme n'ayant pas engagé l'action corrective recommandée en réponse à une recommandation du Conseil au titre de l'article 121, paragraphe 4 du TFUE ;

- **la soutenabilité des finances publiques** : pour s'assurer que la trajectoire de la dette publique est soutenable, le Conseil des gouverneurs de la BCE prend en compte, lorsqu'elles sont disponibles, les analyses de soutenabilité de la dette réalisées par la Commission européenne, le MES, le FMI et d'autres institutions, ainsi que l'analyse interne de la BCE ;

- **des politiques macroéconomiques saines et soutenables** : l'État doit respecter les engagements présentés dans les plans de relance et de résilience au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience et les recommandations de la Commission européenne spécifiques à chaque pays dans le domaine budgétaire dans le cadre du Semestre européen.

Sources : Banque de France, BCE

Dans la même logique, **l'instabilité politique**, en ce qu'elle influe non seulement sur les décisions de finances publiques mais également plus largement sur la confiance des acteurs économiques, **est considérée de près par les agences de notation** dans le cadre de leur appréciation de la qualité de la signature française. Ainsi, **selon les représentants de Standard & Poor's**, auditionnés par le rapporteur spécial, **la question principale** en vue du prochain examen de notation de la dette française prévu le 29 novembre **est la suivante** : « *est-ce que l'économie française résistera à la consolidation budgétaire et à l'incertitude politique, ainsi qu'à la fragmentation des taux souverains ?* »<sup>1</sup>

## **B. EN L'ABSENCE DE REDRESSEMENT APPUYÉ DES FINANCES PUBLIQUES, LA TRAJECTOIRE DE LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT EST APPELÉE À DOUBLER ENTRE 2024 ET 2029, POUR REPRÉSENTER 2,7 % DU PIB ET LE PREMIER POSTE DE DÉPENSES DU BUDGET**

### **1. Un programme de financement record en 2025, qui atteint la barre historique des 300 milliards d'euros, alors que la dette de l'État dépasse déjà 2 600 milliards d'euros**

Pour 2025, le besoin de financement de l'État devrait s'élever à **313,2 milliards d'euros**. S'il présente une légère amélioration par rapport au niveau révisé de 2024 et à l'exécution 2023 (respectivement 319,4 milliards d'euros et 314,6 milliards d'euros), ce montant demeure **particulièrement élevé et nettement supérieur à la prévision de la loi de finances initiale pour 2024 (297,2 milliards d'euros)**.

<sup>1</sup> Audition des représentants de Standard & Poor's par le rapporteur spécial.

Ce besoin de financement considérable résulte de deux éléments principaux :

- d'une part, **l'amortissement (c'est-à-dire le remboursement) de titres d'État à moyen et long terme**, qui devrait atteindre le **niveau record de 174,8 milliards d'euros** (contre 155,1 milliards d'euros en révisé 2024 et 149,6 milliards d'euros en exécution 2023) ;

- d'autre part, **le déficit budgétaire**, qui devrait s'élever à **142,1 milliards d'euros**, avec une **nette progression par rapport au révisé 2024 et à l'exécution 2023** (respectivement 166,6 milliards d'euros et 173,0 milliards d'euros).

Dans ce contexte, **le programme d'émissions de titres à moyen et long terme, nettes des rachats, devrait atteindre la barre record des 300 milliards d'euros**, après 270 milliards d'euros en 2023 et 285 milliards d'euros en 2024.

À fin septembre 2024, l'encours de la dette négociable de l'État s'élevait déjà à **2 602 milliards d'euros**<sup>1</sup>. Quant à la **dette publique** (toutes administrations publiques confondues), celle-ci s'établissait à **3 228 milliards d'euros** à la fin du deuxième trimestre 2024, soit **112,0 % du PIB**, en augmentation de **127 milliards d'euros** sur les six premiers mois de l'année<sup>2</sup>.

#### Évolution du besoin et des ressources de financement de l'État entre 2023 et 2025

(en milliards d'euros)

	Exécution 2023	2024 LFI	2024 révisé	2025 PLF
<b>Besoin de financement</b>	<b>314,6</b>	<b>297,2</b>	<b>319,4</b>	<b>313,2</b>
Amortissement de titres d'État à moyen et long terme	149,6	155,3	155,1	174,8
<i>Valeur nominale</i>	<i>144,5</i>	<i>151,1</i>	<i>151,1</i>	<i>172,7</i>
<i>Suppléments d'indexation dus</i>	<i>5,1</i>	<i>4,2</i>	<i>4,0</i>	<i>2,1</i>
Amortissement des autres dettes (dettes reprises, etc.)	3,0	2,7	2,7	1,1
Déficit budgétaire	173,0	146,9	166,6	142,1
Autres besoins de trésorerie	- 11,0	- 7,7	- 5,0	- 4,8

<sup>1</sup> Agence France Trésor, Bulletin mensuel n° 413, octobre 2024.

<sup>2</sup> Insee, Informations rapides n° 247, septembre 2024.

<b>Ressources de financement</b>	<b>314,6</b>	<b>297,2</b>	<b>319,4</b>	<b>313,2</b>
Émissions de titres à moyen et long terme, nettes des rachats	270,0	285,0	285,0	300,0
Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement	6,6	6,5	6,5	5,2
Variation de l'encours de titres à court terme	20,8	5,2	35,3	5,0
Variation des dépôts des correspondants	- 11,5	0,0	0,0	0,0
Variation des disponibilités du Trésor à la Banque de France et des placements de trésorerie de l'État	47,6	0,0	0,0	0,0
Autres ressources de trésorerie	- 11,8	0,5	- 7,4	3,0

Source : *Projet annuel de performances « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2025*

## **2. Une charge de la dette en voie de devenir, à politique inchangée, le premier poste de dépenses du budget de l'État**

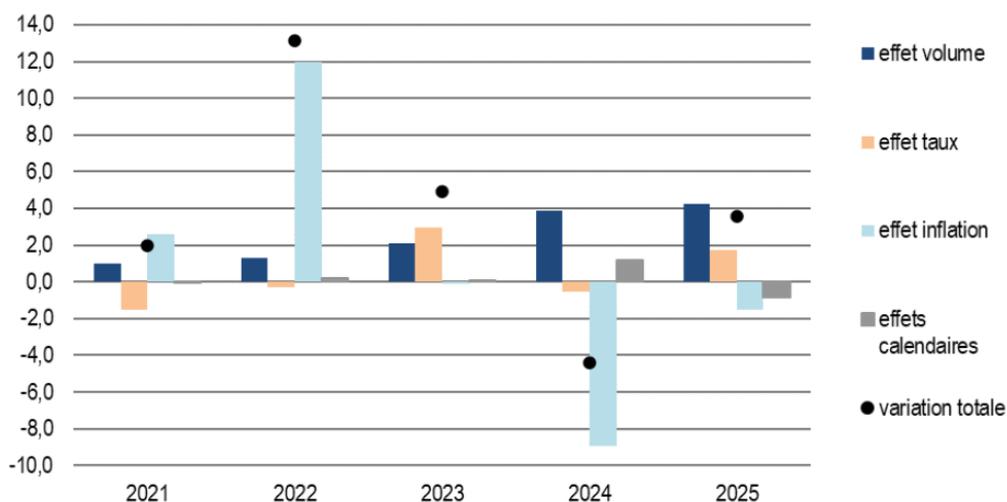
**En comptabilité budgétaire, la charge de la dette de l'État devrait croître de + 5,26 % en 2025, à 53,5 milliards d'euros, contre 50,9 milliards d'euros en loi de finances initiale pour 2024, soit une augmentation de 2,6 milliards d'euros.**

**Par rapport au révisé 2024, la charge de la dette augmenterait de 3,6 milliards d'euros (+ 7,21 %), en lien avec :**

- un **effet volume de + 4,3 milliards d'euros** ;
- un **effet taux de + 1,7 milliard d'euros**, résultant de la hausse des taux de long terme (+ 2,3 milliards d'euros), partiellement compensée par un effet taux négatif sur la dette de court terme (- 0,6 milliard d'euros) ;
- un **effet inflation négatif de - 1,5 milliard d'euros** correspondant au reflux attendu de l'inflation ;
- la **variation de la charge due aux effets calendaires** sur les opérations de l'année, pour - 0,9 milliard d'euros.

### Décomposition de l'évolution de la charge budgétaire de la dette négociable de l'État entre 2021 et 2025

(en milliards d'euros)



Source : *Projet annuel de performances « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2025*

**En comptabilité générale, la charge de la dette de l'État devrait s'élever à 54,5 milliards d'euros en 2025, soit une augmentation marquée de près de 9 milliards d'euros par rapport à 2024, représentant + 18,78 %.**

Comme l'avait déjà souligné le rapport de contrôle publié en juillet dernier<sup>1</sup>, **la charge de la dette de l'État pourrait à terme, à politique inchangée, approcher la barre des 100 milliards d'euros.**

Ainsi, selon le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances, la charge de la dette de l'État pourrait dépasser 75 milliards d'euros en 2027<sup>2</sup>.

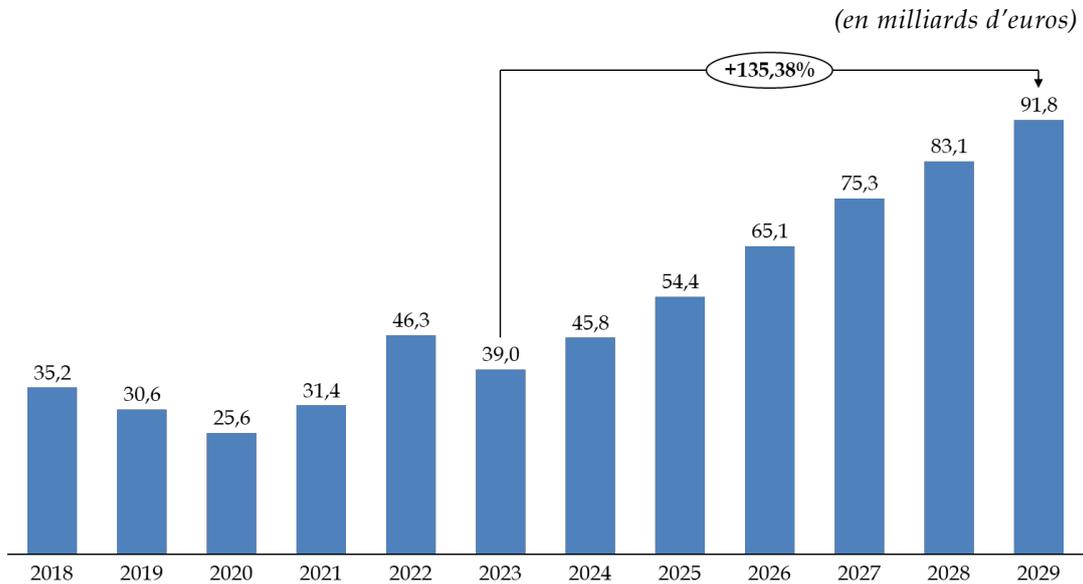
D'après les éléments complémentaires communiqués par l'Agence France Trésor, cette charge d'intérêt pourrait même atteindre 92 milliards d'euros en 2029, soit une multiplication par 2,4 par rapport à son niveau en 2023 (39,0 milliards d'euros) et même une multiplication par 3,6 par rapport à 2020 (25,6 milliards d'euros)<sup>3</sup>, lorsque les taux à 10 ans étaient négatifs.

<sup>1</sup> *Rapport d'information n° 719 (2023-2024) de M. Albéric de MONTGOLFIER, fait au nom de la commission des finances, sur les facteurs explicatifs des perspectives d'évolution différentes en matière de charge de la dette entre la France et les principaux États européens, juillet 2024.*

<sup>2</sup> *Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025.*

<sup>3</sup> *Réponses de l'Agence France Trésor au questionnaire du rapporteur spécial.*

**Évolution de la charge de la dette de l'État entre 2018 et 2029  
(en comptabilité générale)**



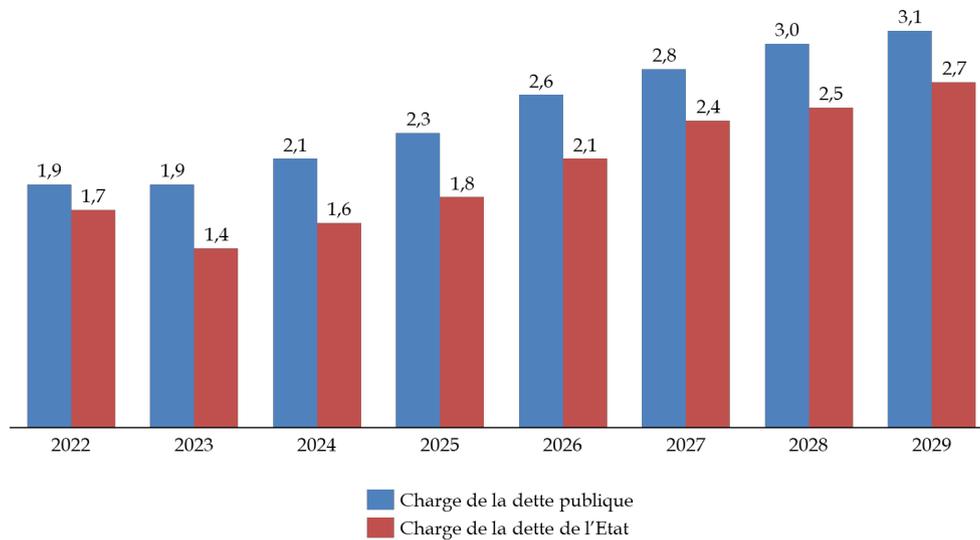
Note : les données indiquées pour les années 2025 à 2029 sont des prévisions.

Source : commission des finances, d'après le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025 et les réponses de l'Agence France Trésor au questionnaire du rapporteur spécial

**D'ici la fin de la décennie, la charge de la dette de l'État pourrait ainsi représenter 2,7 % du PIB, contre 1,4 % en 2023. Quant à la charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques, celle-ci atteindrait 3,1 % du PIB, contre 1,9 % en 2023.**

### Évolution de la charge de la dette publique et de la dette de l'État en proportion du PIB entre 2022 et 2029

(en points de PIB)



Note : les données indiquées pour les années 2025 à 2029 sont des prévisions.

Source : commission des finances, d'après le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025

### 3. Une croissance notable de la part des créanciers non-résidents depuis 2022, qui pourrait représenter une vulnérabilité pour le refinancement de la dette de l'État

Selon les éléments mis en avant dans le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025, trois enseignements majeurs ressortent des données relatives à la détention de la dette :

- d'une part, **la typologie d'investisseurs dans la dette française est stable et n'évolue que progressivement dans le temps ;**

- d'autre part, **les investisseurs de la zone euro sont prédominants, représentant quasiment trois quarts de l'ensemble de la dette publique française ;**

- enfin, **ce sont les flux d'achats de titres de dette publique par l'Eurosystème, instrument de la politique monétaire de la BCE, qui ont été à l'origine de la modification de la structure des investisseurs depuis 2015<sup>1</sup>.**

<sup>1</sup> En pratique la BCE a arrêté ses achats nets en 2022, mais a continué d'acheter jusqu'en juin 2024 pour renouveler certains titres arrivés à échéance.

Selon les données de la Banque de France, au deuxième trimestre 2024, la détention de la dette négociable de l'État se décomposait entre :

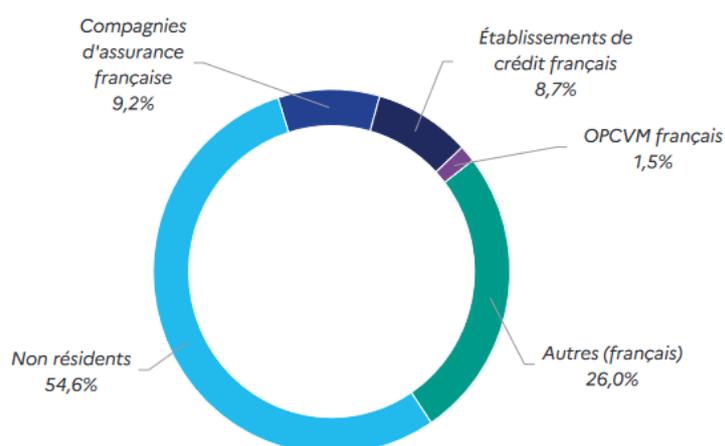
- 54,6 % pour les investisseurs non-résidents en France (incluant les investisseurs des autres pays de la zone euro, pour environ la moitié de cette proportion) ;

- 19,4 % pour les compagnies d'assurance, les établissements de crédit et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) français ;

- 26,0 % pour les autres investisseurs résidents (notamment la BCE à travers la Banque de France).

### Détention des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs au 2<sup>ème</sup> trimestre 2024

(structure en pourcentage exprimée en valeur de marché)



Source : Agence France Trésor, d'après la Banque de France

En considérant les **titres de l'ensemble de la dette publique française**, le Fonds monétaire international (FMI) aboutit à des estimations comparables :

- 52 % pour les investisseurs non-résidents en France (incluant les investisseurs des autres pays de la zone euro, pour environ la moitié de cette proportion) ;

- 20,6 % pour la banque centrale ;

- 19,5 % pour le secteur privé résident hors banques commerciales ;

- 8,0 % pour les banques commerciales résidentes.

De fait, **la dette publique française est particulièrement ouverte aux investisseurs internationaux**. Tous titres confondus, la part des investisseurs non-résidents dans la dette des grands émetteurs de la zone euro s'élève ainsi à **28 % pour l'Italie, 43 % pour l'Espagne et 45 % pour l'Allemagne**.

D'après le rapport sur la dette des administrations publiques, la diversification de la répartition de la dette publique française, et sa stabilité dans le temps, constituent « *un atout pour la France car elles permettent de diminuer le risque de refinancement et de minimiser les taux d'intérêt, via une concurrence accrue entre les investisseurs* ».

Néanmoins, **la demande des investisseurs internationaux peut être plus volatile et sensible à tout changement conjoncturel ou de perception du risque sur le rendement escompté**.

En conséquence, la participation des acteurs étrangers sur les marchés obligataires souverains apporte aussi des « *défis aux gouvernements, qui doivent être gérés d'une manière à optimiser les gains et à réduire les coûts associés à la sensibilité de leur demande aux différents facteurs* » (niveau du taux de rendement, stabilité du taux de change, liquidité de la dette sur le marché secondaire, note souveraine).

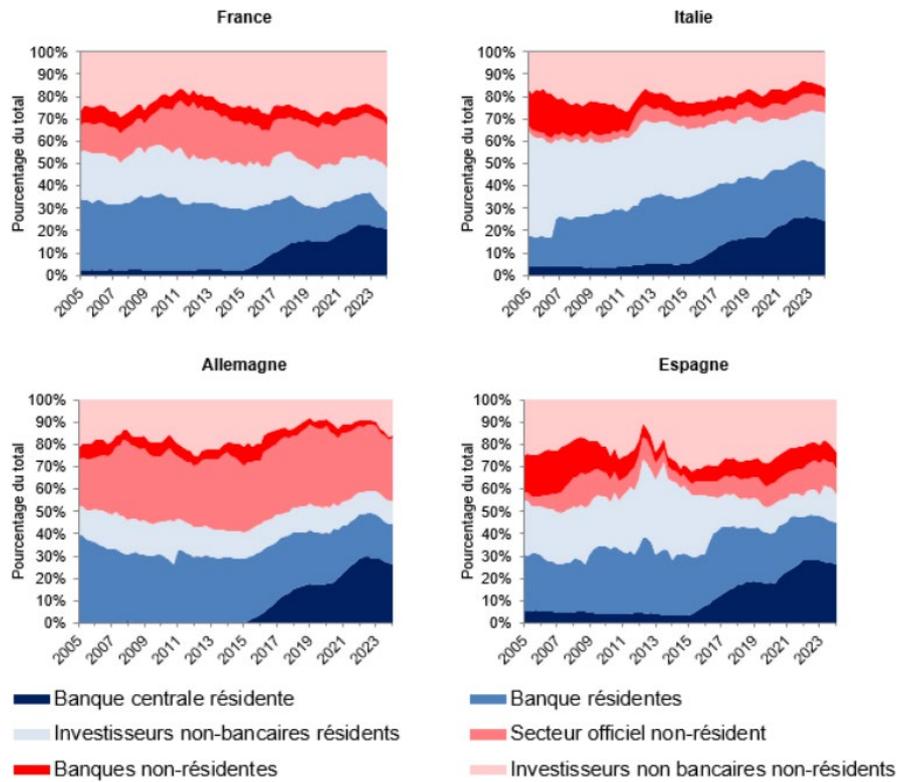
Dans ce contexte, l'émetteur souverain a intérêt à constituer « *une base d'investisseurs diversifiée afin de contrebalancer le risque intrinsèquement lié à chaque type d'investisseur, ce qui est le cas en France* »<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025.

## Évolution de la répartition de la dette publique de certains pays européens par groupe de porteurs

(en pourcentage du total)

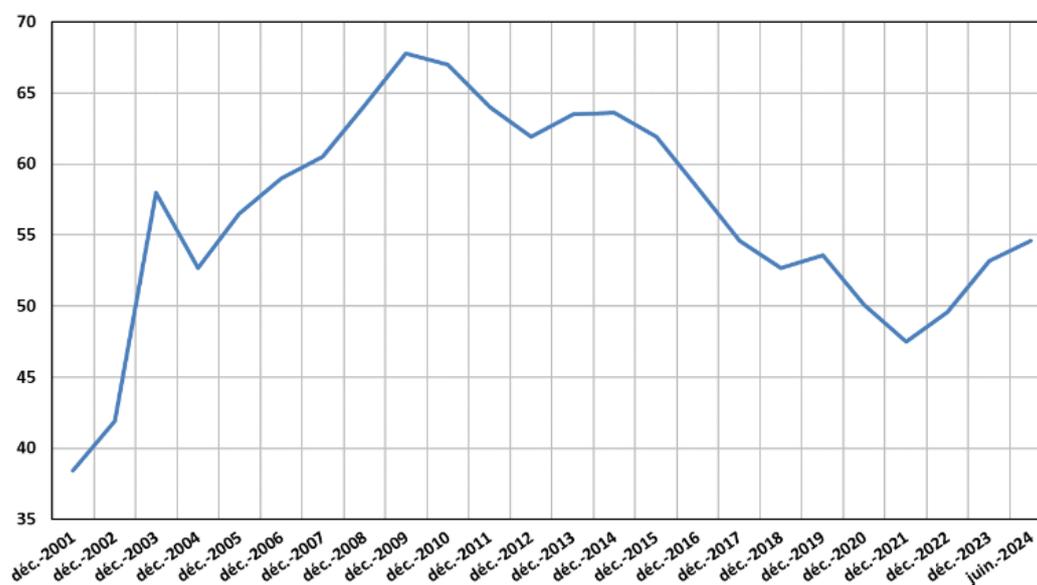


Note : données arrêtées au 4<sup>ème</sup> trimestre 2023.

Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025, d'après le Fonds monétaire international, Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies

## Part des investisseurs non-résidents dans la dette négociable de l'État

(en pourcentage)



Note : données arrêtées au 2<sup>ème</sup> trimestre 2024.

Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025, d'après la Banque de France

Selon l'économiste Éric Monnet, auditionné par le rapporteur spécial, deux éléments peuvent être particulièrement relevés s'agissant de la typologie des détenteurs de la dette publique :

- d'une part, **l'impact macroéconomique (c'est-à-dire sur la richesse nationale) de la charge de la dette dépend de l'identité des détenteurs de la dette : dans le cas d'une dette majoritairement détenue par des investisseurs non-résidents, la charge des intérêts de la dette se traduit par un appauvrissement de l'économie domestique<sup>1</sup> ;**

- d'autre part, **une grande partie de la dette française est détenue par la BCE (environ 25 % aujourd'hui) : à ce titre, à travers la Banque de France, 5 milliards d'euros par an ont été reversés dans les caisses de l'État sur les 10 dernières années (pour une charge d'intérêt moyenne de l'ordre de 40 milliards d'euros). Or, depuis 2024, les banques centrales ne réalisent plus de profits, du fait de la hausse des taux d'intérêt qui rémunèrent les dépôts des banques à la banque centrale. Dans le contexte de la diminution des taux d'intérêt, la question de nouveaux versements de la banque centrale au profit de l'État pourrait se poser, ce qui viendrait amoindrir le poids de la charge d'intérêt.**

<sup>1</sup> Afin de limiter ce phénomène, le modèle italien depuis une décennie a consisté à développer la détention par les résidents, ce qui crée d'autres risques, notamment une boucle de dépendance entre l'État et le système bancaire national.

### Les sources des données sur la typologie des investisseurs

Les titres de dette de l'État sont des titres de créance négociables qui s'échangent librement sur les marchés financiers. Si l'État n'est donc pas en mesure de connaître à tout instant les investisseurs dans sa dette, il peut néanmoins s'appuyer sur deux enquêtes récurrentes, une première menée par la Banque de France et une seconde par le Fonds Monétaire International, pour obtenir des renseignements sur la typologie des investisseurs.

L'enquête de la Banque de France s'appuie sur PROTIDE, une collecte trimestrielle de données déclaratives des teneurs de comptes conservateurs. Cette collecte « vise à mesurer la détention par les agents économiques », résidents ou non-résidents, « des titres inscrits en compte chez les établissements déclarants », émis par des résidents ou non-résidents. La collecte PROTIDE est en valeur de marché. Si le champ de cette collecte dépasse celui de la seule dette négociable de l'État, la Banque de France transmet à l'Agence France Trésor les taux de détention par les résidents de la dette négociable de l'État (globale et par instruments) ainsi que la décomposition des positions résidentes par catégorie d'acteurs : assurances, établissements de crédit, OPCVM et autres.

L'intérêt de ce jeu de données est qu'il porte sur la dette de l'État seule et qu'il est actualisé trimestriellement. Il ne permet cependant aucune ventilation par zone géographique principale, encore moins par pays.

L'enquête trimestrielle du FMI, publiée deux fois par an, s'appuie sur la « *Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies* ». Cette base de données fournit des estimations sur les types d'investisseurs de la dette des administrations publiques de 24 économies avancées. Le champ de cette enquête conduit à publier des données plus larges que celles transmises par la Banque de France à l'AFT. Notamment, les crédits bancaires sont cumulés aux titres obligataires et le champ inclut tous les autres sous-secteurs des administrations publiques (collectivités locales, administrations de sécurité sociale). Toutes les données sont soit en valeur nominale, soit corrigées des variations de valorisation, le cas échéant, afin d'éliminer les réévaluations de prix. Tous les avoirs intra-gouvernementaux sont déduits. La base d'investisseurs est regroupée en six catégories : banque centrale nationale, banques nationales, non-banques nationales, secteur officiel étranger, banques étrangères et non-banques étrangères.

L'intérêt de ce jeu de données est qu'il permet une ventilation par zone géographique des investisseurs. Néanmoins, cumulant tous les émetteurs publics français, il ne permet pas d'en tirer une statistique pour le seul État. À noter enfin que les investisseurs sont ainsi ventilés selon leur zone d'implantation géographique, et que ce ne sont donc pas les « États » ou les « fonds souverains » de cette zone qui détiennent nécessairement la dette française, mais n'importe quel investisseur qui y est implanté.

Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2025

**C. LE MAINTIEN DU PROGRAMME 369 « AMORTISSEMENT DE LA DETTE DE L'ÉTAT LIÉE À LA COVID-19 » NE RÉPOND À AUCUNE JUSTIFICATION RÉELLE, DE MÊME QUE L'ISOLEMENT DE LA CHARGE DE LA DETTE DE SNCF RÉSEAU REPRIS PAR L'ÉTAT AU SEIN DU PROGRAMME 355**

**1. Le programme 369 ne présente aucun fondement économique ou budgétaire**

Le programme 369 vise à retracer l'amortissement du surcroît de la dette de l'État en 2020 et en 2021 liée à la crise sanitaire, 70 milliards d'euros ayant déjà été repris au titre des années 2020 et 2021 pour la sphère sociale par le biais de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades)<sup>1</sup>. 165 milliards d'euros ont ainsi été ouverts en 2022 en autorisations d'engagement sur ce programme et 1,9 milliard d'euros en crédits de paiement.

Pour 2025, **5,2 milliards d'euros en crédits de paiement seraient ouverts pour financer ce programme** (contre 6,5 milliards d'euros en 2024 et 6,6 milliards d'euros en 2023).

Pour rappel, les crédits de paiement inscrits sur le programme 369 correspondent à **une part, par défaut fixée à 5,9 %, de la hausse des recettes fiscales due à la croissance par rapport à celles de 2020 (256 milliards d'euros)**. Plus précisément, le calcul de la dotation correspond à 5,9 % de la hausse spontanée de recettes fiscales nettes, pondéré par le rapport entre la croissance prévue en PLF et la croissance prévue par la trajectoire prévisionnelle de croissance de référence établie en 2021<sup>2</sup>, et élevé à la puissance 1 / nombre d'année depuis 2022. La dotation est nulle en cas de croissance négative. **L'objectif initial du programme était d'amortir la « dette covid » d'ici 2042.**

Interrogée par les services de la commission des finances, l'Agence France Trésor a précisé que **le risque d'une croissance du PIB durablement inférieure à la trajectoire prévisionnelle n'était pas exclu et que cela participait à la « pédagogie du programme »** : en cas de croissance du PIB durablement atone, la « dette covid » pèserait plus longtemps sur les finances publiques. Cependant, **ce risque serait pour le moment maîtrisé** : la croissance nominale du PIB ayant été plus dynamique en sortie de crise covid que prévue initialement, **l'amortissement de la dette covid est aujourd'hui en avance par rapport à la prévision de 2021.**

---

<sup>1</sup> *Lois organique n° 2020-991 et ordinaire n° 2020-992 du 7 août 2020 relatives à la dette sociale et l'autonomie.*

<sup>2</sup> *Selon les réponses de l'Agence France Trésor, interrogée par les services de la commission des finances, la trajectoire prévisionnelle de croissance établie en 2021 anticipait une croissance de 2,8 % en 2025 puis 3,0 % à partir de 2026.*

Les crédits du programme sont affectés à la **Caisse de la dette publique (CDP), via une dotation au programme 732 du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État »**<sup>1</sup>, les montants étant ensuite re-transférés de la CDP vers l'Agence France Trésor (compte de commerce 903 « Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État ») afin de financer l'amortissement des titres de dette arrivant à échéance.

Or, **aucun argument économique ou budgétaire n'est de nature à justifier l'isolement de la « dette covid », les recettes fiscales supplémentaires pouvant tout aussi bien servir à réduire le déficit budgétaire courant.** La création (et le maintien) de ce programme est avant tout et seulement une **opération de communication**, dénuée de tout effet budgétaire.

À cet égard, il convient de souligner que **les crédits ainsi ouverts sur le programme 369 ne financent pas d'hypothétiques titres émis pour la « dette covid », l'Agence France Trésor n'ayant pas émis de souches « spéciales covid » en 2020 et en 2021 qu'elle pourrait ensuite retracer :** elle a simplement exécuté le programme de financement de la France, dont les émissions servent à la fois à financer le déficit (dont une part n'était pas liée à l'épidémie) et à refinancer les titres arrivés à échéance.

En conséquence, **le rapporteur spécial propose à la commission des finances, comme lors de l'examen des PLF 2023 et 2024, de supprimer les crédits du programme 369.**

**2. Si l'existence d'un programme spécifique pour la charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État peut éventuellement davantage se justifier, la présentation transparente de la charge totale de la dette de l'État impose également la suppression du programme 355**

La réforme du système ferroviaire décidée en 2018 s'était accompagnée de la décision de l'État de reprendre 35 milliards d'euros de dette de SNCF Réseau. Cette reprise a été mise en œuvre en deux temps : 25 milliards d'euros en loi de finances pour 2020, et 10 milliards d'euros en loi de finances pour 2022.

Les charges d'intérêt résultant de cette reprise de dette sont inscrites dans le programme 355 « Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État » et devraient représenter **692 millions d'euros (AE = CP) en 2025** (contre 807 millions d'euros en 2024).

Précédemment rattaché à la mission « Écologie », le programme 355 avait été transféré à la mission « Engagements financiers de l'État » par la loi de finances initiale pour 2024. Si ce transfert a constitué une avancée, en

---

<sup>1</sup> Les crédits ouverts sur le programme 369 alimentent le programme 732 du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État », qui alimente en retour la Caisse de la dette publique.

regroupant sur une même mission (« Engagements financiers de l'État ») tous les programmes ayant trait aux charges de la dette ainsi qu'à son amortissement (programme 117, programme 355, programme 369), cette solution n'est pas totalement satisfaisante.

De fait, **on peut regretter que le Gouvernement n'ait pas retenu l'option consistant à inclure directement la charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État dans le programme 117.** Cette mesure présenterait l'avantage d'une plus grande clarté, en ce qu'elle représenterait plus fidèlement l'ensemble des crédits affectés à la charge de la dette.

## **II. ALORS QUE LES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT DEVRAIENT ENREGISTRER UNE BAISSÉ NOTABLE DE PRÈS D'UN MILLIARD D'EUROS, LES AUTRES PROGRAMMES DE LA MISSION PRÉSENTENT DES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES PEU SIGNIFICATIVES**

### **A. UNE DIMINUTION CONTINUE DES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT DEPUIS 2022**

Le programme 114 « Appels en garantie de l'État » retrace l'ensemble des dépenses budgétaires qui découlent de la mise en jeu des garanties octroyées par l'État à des tiers.

Les crédits inscrits sur ce programme dans le projet de loi de finances pour 2025, à hauteur de 985 millions d'euros, affichent une baisse de moitié (- 917 millions d'euros) par rapport à la loi de finance initiale pour 2024, qui s'établissait à 1,9 milliard d'euros. Cette diminution porte principalement sur les prêts garantis par l'État (PGE).

Cette trajectoire est continue depuis la loi de finance initiale pour 2022 (avec - 918 milliard d'euros en loi de finances initiale pour 2023 puis - 680 millions d'euros en loi de finances initiale pour 2024) et repose sur des hypothèses de risques de défaillance des bénéficiaires et des décaissements réalisés sur les PGE.

Selon les éléments communiqués par la direction générale du Trésor au rapporteur spécial<sup>1</sup>, au 15 octobre, le réalisé 2024 du programme 114 s'élève à 1,5 milliard d'euros, essentiellement constitués des indemnités relatives au dispositif de PGE. Alors que la prévision d'appels en garantie au titre des PGE avait été établie à 1,44 milliard d'euros en loi de finances initiale pour 2024, 1,36 milliard d'euros ont été consommés à cette même date.

Suivant les dernières estimations de la direction générale du Trésor, il resterait 1,2 milliard d'euros de pertes sur les PGE qui se matérialiseraient au-delà de l'année 2024 et dont un peu moins de la moitié serait indemnisé sur l'année 2025 (571 millions d'euros en PLF 2025).

---

<sup>1</sup> Réponses de la direction générale du Trésor au questionnaire du rapporteur spécial, d'après Bpifrance, 79<sup>ème</sup> enquête de conjoncture, premier semestre 2024, juillet 2024.

**B. EN DÉPIT DE L'ALÉA ENTOURANT L'ESTIMATION DE LA SINISTRALITÉ, LE RISQUE FINANCIER PORTÉ AU TITRE DES PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT DEVRAIT RESTER MODÉRÉ**

**1. Une sinistralité du dispositif des PGE estimée à 4,1 %**

Au 15 octobre 2024, le montant cumulé des appels en garantie au titre des PGE décaissés est de 4,5 milliards d'euros, soit un taux de sinistralité de 3,0 %. Ce montant est inférieur à ce qui était prévu dans les prévisions de la direction générale du Trésor.

Le taux de sinistralité de l'ensemble du dispositif des PGE a été évalué à 4,11 % lors du dernier exercice de prévision avec la Banque de France, en cohérence avec d'autres estimations comme celle du Conseil d'analyse économique (CAE)<sup>1</sup>. Au total, ce taux de sinistralité représente 6 milliards d'euros de pertes brutes, dont 1,2 milliard d'euros restant à se matérialiser à fin 2024. Le capital restant dû devrait s'établir autour de 30 % à fin décembre 2024.

D'après les prévisions de la direction générale du Trésor, les secteurs les plus touchés seraient :

- la construction (taux de pertes de 7,59 % pour 930 millions d'euros) ;
- les activités immobilières (6,29 % pour 140 millions d'euros) ;
- l'hébergement et la restauration (5,62 % pour 610 millions d'euros) ;
- l'information et la communication (5,26 % pour 260 millions d'euros) ;
- l'industrie manufacturière (4,87 % pour 900 millions d'euros).

Selon les dernières données disponibles, à fin juillet 2024, les taux de pertes de ces secteurs sont respectivement de :

- 6,93 % (850 millions d'euros) pour la construction ;
- 5,05 % (110 millions d'euros) pour les activités immobilières ;
- 4,05 % (440 millions d'euros) pour l'hébergement et la restauration ;
- 3,87 % (190 millions d'euros) pour l'information et la communication ;
- 3,66 % (670 millions d'euros) pour l'industrie manufacturière.

---

<sup>1</sup> Conseil d'analyse économique, Focus n° 109, « Prêt garanti par l'État : les entreprises pourront-elles rembourser ? Un éclairage à la mi-2024 », octobre 2024.

Selon les éléments communiqués par Bpifrance<sup>1</sup>, les dix secteurs les plus touchés sur la base des indemnisations versées au titre de la garantie des PGE sont les suivants :

**Secteurs les plus touchés en termes d'indemnisations versées**

Secteur	Part en pourcentage
Restauration traditionnelle	16,20 %
Travaux courants de maçonnerie	16,09 %
Ingénierie, études techniques	13,65 %
Industries alimentaires	8,50 %
Construction de maisons individuelles	8,15 %
Programmation informatique	7,85 %
Travaux de menuiserie bois et PVC	7,62 %
Peinture et vitrerie	7,56 %
Conseil pour les affaires et autres conseils de gestion	7,41 %
Commerce de voitures et véhicules automobiles légers	6,97 %

Source : contribution écrite de Bpifrance en réponse au questionnaire du rapporteur spécial

Sur ces 10 secteurs, **le secteur de la restauration et les secteurs liés au bâtiment sont les secteurs qui ont enregistré la sinistralité la plus importante**. Selon Bpifrance, « *sauf choc majeur spécifique sur un autre secteur d'activité, (...) ces secteurs resteront les secteurs sur lesquels les taux de pertes associés seront les plus importants* ».

**2. Une situation de trésorerie des entreprises qui s'est dégradée en 2023, avec un effet de rattrapage sur les défaillances**

D'après la dernière enquête de conjoncture de Bpifrance, publiée en juillet 2024, **les PME sont moins inquiètes pour leur trésorerie que lors de la précédente enquête effectuée en novembre 2023, bien qu'elles ne s'attendent pas à une amélioration au prochain semestre**.

<sup>1</sup> Contribution écrite de Bpifrance en réponse au questionnaire du rapporteur spécial.

**Le solde d'opinion<sup>1</sup> des dirigeants de PME quant à l'évolution de leur trésorerie future se hisse ainsi à - 8 % (après - 12 %), bien qu'il reste inférieur à la moyenne de long terme de - 5 %. Par secteur, ce solde d'opinion est globalement stable sur 1 an dans l'industrie, le tourisme et les services. Il se dégrade en revanche de 6 à 10 points dans le commerce et la construction et s'améliore dans les transports.**

**Suivant cette même enquête, les craintes de non-remboursements des PGE restent stables, s'établissant à 4 % des TPE-PME en ayant contracté un ou plusieurs.**

Selon la dernière analyse de la Banque de France<sup>2</sup>, **la trésorerie des entreprises s'est dégradée en 2023 mais reste à un niveau supérieur à l'avant-Covid en nombre de jours de chiffre d'affaires.** Elle est ainsi passée de 88 jours de chiffre d'affaires en 2021 à 69 en 2023 pour les TPE, et de 68 à 55 pour les PME. **La trésorerie médiane des TPE a augmenté de + 33 % entre 2019 et 2023 (+ 17 jours de chiffres d'affaires) tandis que celle des PME a augmenté de + 34 % (+ 14 jours).**

Cependant, cette situation est à nuancer au regard des **remontées de terrain qui font état d'une dégradation<sup>3</sup>.** Celles-ci émergent d'une **situation très hétérogène pour les entreprises, avec une intensité supérieure à l'après 2008.** Concernant la trésorerie, l'hétérogénéité, mesurée par l'écart entre le 3<sup>ème</sup> et le 1<sup>er</sup> quartile de la distribution des entreprises, a augmenté de plus de 40 % en 2020 par rapport à l'année précédente, a atteint un pic en 2021 pour diminuer ensuite et revenir, en 2023, **environ 20 % au-dessus du niveau de 2018.**

---

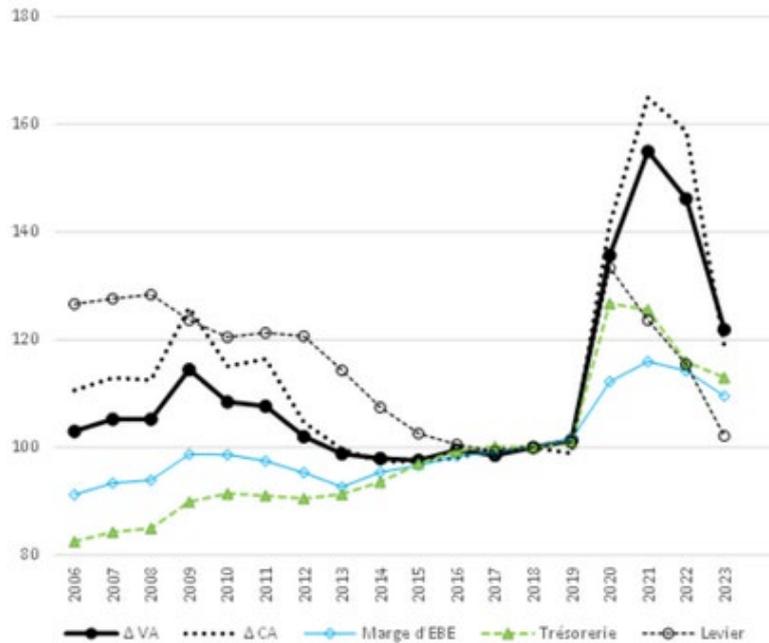
<sup>1</sup> Différence entre la proportion de répondants ayant exprimé une opinion positive et la proportion de répondants ayant exprimé une opinion négative.

<sup>2</sup> Benjamin Bureau, Loriane Py, Bulletin de la Banque de France, « La situation financière des PME en 2023 : anatomie d'une résilience », juillet 2024.

<sup>3</sup> Agnès Bénassy-Quéré, Benjamin Bureau, Banque de France, billet de blog n° 360, « Hétérogénéité des situations financières des entreprises : la « bosse » Covid », juillet 2024.

### Évolution de l'écart entre le 3<sup>ème</sup> et le 1<sup>er</sup> quartiles de différents indicateurs financiers entre 2018 et 2023

(base 100 en 2018)



Note : les indicateurs VA et CA correspondent au taux de variation de la valeur ajoutée et du chiffre d'affaires. La marge d'EBE désigne la marge d'excédent brut d'exploitation rapportée au chiffre d'affaires. Le levier représente le ratio entre la dette brute et les fonds propres. La trésorerie recouvre les disponibilités et les valeurs mobilières de placement. Les variables sont filtrées d'effets fixes taille, secteur, temps et appartenance à un groupe.

Source : Agnès Bénassy-Quéré, Benjamin Bureau, Banque de France, billet de blog n° 360, « Hétérogénéité des situations financières des entreprises : la « bosse » Covid », juillet 2024

Concernant les défaillances d'entreprises, la direction générale du Trésor relève que **la dynamique observée de défaillances est plus importante qu'escomptée en 2024, notamment du fait d'un effet de rattrapage**. Les défaillances d'entreprises ont dépassé les niveaux observés en 2019 (51 100 en décembre 2019) ainsi que ceux de la moyenne 2012-2019 (58 900) et même 2009-2015 (61 610), avec un niveau de 63 741 en cumulé sur 12 mois en septembre 2024. Cette dynamique de défaillances est hétérogène : si les microentreprises restent en-dessous de la moyenne 2012-2019, **les défaillances des PME et ETI sont plus importantes, matérialisant un rattrapage des faibles niveaux de 2020**.

Selon la direction générale du Trésor, **cette dynamique des défaillances supérieure aux hypothèses utilisées pour estimer les pertes « pourrait matérialiser des pertes supérieures à ce qui était attendue budgétairement »**<sup>1</sup>.

Comme le souligne Bpifrance, **la principale problématique pour les entreprises est la charge de remboursement que peut représenter des échéances trop importantes, car celles-ci ont pu emprunter jusqu'à 25 % de leur chiffre d'affaires de 2019 avec un remboursement étalé sur une période assez courte** (5 ans ou 4 ans si l'entreprise opte pour une année supplémentaire de différé durant la phase d'amortissement). Dans ce cadre, tous les outils existants permettant d'agir pour **étaler la charge d'endettement global des entreprises rencontrant des difficultés passagères de remboursement** devront être mise en œuvre.

### **3. Des solutions pour assurer la restructuration ordonnée et équitable des PGE**

Afin de faciliter le remboursement des PGE et plus particulièrement les demandes de restructuration (essentiellement par un étalement du remboursement), **la direction générale du Trésor a soutenu la conclusion d'un accord de place en 2022, renouvelé en janvier 2024.**

#### **Les solutions mises en œuvre par la direction générale du Trésor pour atténuer la matérialisation des risques portés par les PGE**

Dans le cadre des PGE, aucun remboursement n'est exigé la première année et, dans le cas où l'entreprise en fait la demande à sa banque, seuls les intérêts sont payés la deuxième année. L'entreprise pouvait choisir d'amortir le prêt sur une durée maximale de cinq ans à l'issue de la première année, pour une durée totale du prêt de six ans maximum.

Face aux difficultés de certaines entreprises, un accord de place a été conclu en vue de faciliter le remboursement des PGE en 2022 permettant aux TPE et PME de faire une demande de rééchelonnement de PGE avant le 31 décembre 2023. Cet accord de place a par la suite été renouvelé en janvier 2024 pour permettre aux TPE et PME de le faire jusqu'au 31 décembre 2026.

L'accord de place précise les conditions dans lesquelles la Médiation du crédit aux entreprises intervient pour des demandes de restructuration de PGE. Cet accord :

- permet, notamment aux plus petites entreprises qui rencontrent des difficultés à honorer leurs échéances de PGE, de bénéficier d'une restructuration de leur PGE dans le cadre de la médiation, qui peut être plus appropriée qu'une procédure préventive de conciliation ;

<sup>1</sup> Réponses de la direction générale du Trésor au questionnaire du rapporteur spécial.

- vise les bénéficiaires de PGE de moins de 50 000 euros (près de 60 % des bénéficiaires) avec la possibilité pour les entreprises qui ont obtenu des montants de PGE supérieurs à 50 000 euros d'être accompagnées par le conseiller départemental à la sortie de crise qui peut orienter certaines de ces entreprises également vers la Médiation ;
- permet de trouver un accord amiable équilibré, qui prend en considération l'ensemble des dettes bancaires de l'entreprise, avec un étalement du PGE sur une durée qui, en général, ne doit pas dépasser 2 années supplémentaires (4 par exception) par rapport à l'échéancier initial qui est limité à 6 années.

*Source : commission des finances, d'après les réponses de la direction générale du Trésor au questionnaire du rapporteur spécial*

Par ailleurs, **le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI)**, service rattaché à la sous-direction du financement des entreprises et du marché financier de la direction générale du Trésor, **a conçu une doctrine pour assurer une restructuration équitable des PGE et éviter que l'effort porté par eux – et donc par l'État au titre de sa garantie – ne soit disproportionné par rapport aux efforts des autres parties prenantes.**

**La doctrine du CIRI a notamment été élaborée dans le cadre de la restructuration de Pierre et Vacances en 2022**, acteur du secteur de l'hébergement touristique déjà en difficulté depuis plusieurs années, et qui avait été fortement affecté par la crise sanitaire. Cette opération a représenté la première restructuration d'ampleur de PGE, pour un montant cumulé de PGE en cause de 274,5 millions d'euros sur un passif total de 1,045 milliard d'euros.

**La doctrine a également été mise en œuvre pour la restructuration de la compagnie aérienne Air Austral en 2023**, pour un montant de prêts garantis par l'État (PGE et Prêt Atout Bpifrance) de 89 millions d'euros sur un passif total de 250,2 millions d'euros.

### **La doctrine du Comité interministériel de restructuration industrielle concernant la restructuration des PGE**

Énoncée dans le rapport annuel du CIRI pour l'année 2022, la doctrine du comité concernant la restructuration des PGE vise à assurer une restructuration équitable de ces prêts et à éviter que l'effort porté par eux – et donc par l'État au titre de sa garantie – ne soit disproportionné par rapport aux efforts des autres parties prenantes.

Le CIRI s'efforce de diffuser cette doctrine auprès des acteurs de place et de la faire respecter dans les dossiers conduits sous son égide, étant observé que, d'une part, cette doctrine n'a pas en tant que telle d'assise réglementaire qui l'aurait rendue contraignante et, d'autre part, la décision de restructuration appartient in fine aux établissements de crédit qui ont octroyé les PGE.

Cette doctrine s'articule autour des principes directeurs suivants :

- une restructuration de PGE doit se faire dans le cadre d'un traitement global du passif de l'entreprise, qui s'opère à l'appui d'un diagnostic faisant état des difficultés rencontrées par le débiteur. Une restructuration de PGE ne saurait être conduite aux seules fins d'assurer un confort financier à l'entreprise ; ces principes sont repris dans l'accord de place relatif à la médiation du crédit ;

- les PGE doivent être traités *pari passu* avec les autres créances de même rang, c'est-à-dire de manière équitable avec les autres créances chirographaires ; ces principes sont repris dans l'accord de place relatif à la médiation du crédit ;

- dans les restructurations de PGE comportant une part d'écrasement nécessaire au regard du bilan de l'entreprise, ces dernières doivent, autant que possible, s'accompagner de mécanismes de retour à meilleure fortune (RMF) permettant à l'État de bénéficier dans le futur, comme les autres créanciers de même rang et avant l'actionnaire, du partage de la valeur en cas de retournement de l'entreprise. Il est recommandé que ce type de clauses, aisément mobilisables, soient systématiquement recherchées ;

- si besoin, des mécanismes plus complexes (notamment conversion en actions) peuvent être mis en place mais leur complexité les destine à n'être utilisés que marginalement. Un tel mécanisme peut s'avérer pertinent pour les entreprises cotées car il permet (i) d'associer l'État à la création de valeur tirée du retournement et (ii) d'avoir une plus grande fluidité dans le recouvrement des sommes en raison de la liquidité des titres. Les conversions reposent toutefois sur une ingénierie complexe, qui peut supposer un transfert des titres vers une fiducie afin de veiller à la préservation des intérêts de l'État. La complexité et les coûts associés limiteront les conversions à des cas exceptionnels et pour des expositions de montant élevé.

*Source : commission des finances, d'après les réponses de la direction générale du Trésor au questionnaire du rapporteur spécial*



## DEUXIÈME PARTIE LES COMPTES SPÉCIAUX

### I. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « PRÊTS ET AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS » : UN EXCÉDENT QUI DEVRAIT SE CONFIRMER EN 2025

#### A. UN PÉRIMÈTRE QUI POURSUIT SA RATIONALISATION EN 2025, AVEC LA SUPPRESSION DU PROGRAMME 829 RELATIF AU VOLET TRANSPORTS DU PLAN MARSEILLE EN GRAND

Le compte de concours financiers (CCF) « Prêts et Avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » présente en 2025 huit catégories d'organismes bénéficiaires d'avances :

- sur le **programme 821, les avances à l'Agence de services et de paiement (ASP) au titre du préfinancement des aides de la politique agricole commune**. Ces avances sont généralement d'une durée très courte, en tout cas inférieure à un an. **Comme en 2024, 10 milliards d'euros de crédits sont ouverts pour 2025 ;**

- sur le **programme 823, les avances à des organismes distincts de l'État et gérant des services publics**, dont font partie par exemple l'Agence pour l'enseignement français à l'étranger (AEFE), la Cité de la musique ou encore les chambres de commerce et d'industrie. **Pour 2025, un total de 260 millions d'euros de crédits devrait être ouvert sur le programme (contre 210 millions d'euros en 2024)**. Un montant de 50 millions d'euros est prévu pour France Télévisions dans le cadre du projet immobilier « Campus » de regroupement de ses implantations parisiennes. 10 millions d'euros sont par ailleurs ouverts pour l'AEFE afin de pouvoir financer des investissements immobiliers dans des établissements français à l'étranger (même montant qu'en 2024). Des crédits pour un montant plafonné à 100 millions sont alloués à la réserve d'urgence pour répondre à des besoins de trésorerie imprévus et limités (montant également stable par rapport à 2024). En 2024, la réserve d'urgence de 100 millions d'euros a été entièrement consommée pour une avance au Gouvernement de Nouvelle-Calédonie lui permettant de faire face à la crise économique et sociale. 100 millions d'euros sont enfin prévus pour FranceAgriMer afin de répondre aux crises agricoles demandant la mise en place de dispositifs d'urgence (montant stable par rapport à 2024). Ces derniers crédits pourront venir compléter la réserve d'urgence générale s'ils ne sont pas consommés par FranceAgriMer ;

- sur le **programme 824, les prêts et avances à des services de l'État**, qui se résument en réalité exclusivement aux prêts et avances octroyés au **budget annexe « Contrôle et exploitation aériens » (BACEA)**. Pour **2025, 73,2 millions d'euros de crédits sont ouverts (contre 238,2 millions d'euros en 2024)**. En effet, les prévisions du trafic aérien se situent à un niveau supérieur à celui d'avant la crise sanitaire. Dans ce contexte, la hausse prévisionnelle des recettes du BACEA résulte en un besoin global de recours à l'emprunt en baisse par rapport à 2024 ;

- sur le **programme 825, les avances à l'Office national d'indemnisation des accidents médicaux, des affections iatrogènes et des infections nosocomiales (Oniam) au titre de l'indemnisation des victimes du Benfluorex**, destinées à couvrir l'indemnisation des victimes du Benfluorex (Médiateur) si les Laboratoires Servier refusaient d'y accéder. **En 2025, le montant de crédits ouverts s'établit à 15 millions d'euros (comme en 2024)**. Aucune avance n'a encore été demandée. Si cela fait maintenant six ans que ces avances ne sont pas utilisées, leur inscription en loi de finances initiale répond à un principe de précaution ;

- sur le **programme 826, les prêts aux exploitants d'aéroports touchés par la crise de covid- 19 au titre des dépenses de sûreté-sécurité**, créé par la troisième loi de finances rectificative (LFR) pour 2020<sup>1</sup>. Les avances correspondantes, renommées prêts en LFI 2023, visent à compenser la chute des recettes de la taxe d'aéroport, acquittée par les compagnies aériennes et affectée au financement des dépenses de sûreté-sécurité. Versés en 2020, 2021 et 2022, à respectivement 86, 84 et 62 exploitants, elles ont une **durée maximale de 10 ans**. **Comme en 2023 et en 2024, aucun crédit n'est prévu en 2025 au regard des perspectives de retour du trafic aérien à son niveau de 2019 ;**

- sur le **programme 827, les prêts destinés à soutenir Île-de-France Mobilités à la suite des conséquences de l'épidémie de la covid- 19**, créé par la quatrième loi de finances rectificative pour 2020<sup>2</sup>. L'avance, renommée « prêt » à partir de 2023, a été octroyée pour une durée maximale de 16 ans, avec une première échéance de remboursement en 2023. **Comme en 2023 et en 2024, aucun crédit n'est prévu en 2025 ;**

- sur le **programme 828, les prêts destinés à soutenir les autorités organisatrices de la mobilité (AOM) à la suite des conséquences de l'épidémie de la covid- 19**, également créé par la quatrième LFR pour 2020. Encore une fois, ce programme qui ne prévoyait initialement que des avances, se limite désormais aux prêts. Si la date de remboursement ne peut être ultérieure au 1<sup>er</sup> janvier 2031 et la durée de remboursement inférieure à six ans<sup>3</sup>, les AOM bénéficiaires peuvent toutefois choisir, dans le respect de ces conditions, de ne commencer à rembourser les avances qu'au moment où les recettes tarifaires et le versement mobilité sont revenus à leur niveau

---

<sup>1</sup> Loi n° 2020-935 du 30 juillet 2020 de finances rectificative pour 2020.

<sup>2</sup> Loi n° 2020-1473 du 30 novembre 2020 de finances rectificative pour 2020.

<sup>3</sup> Sauf accord du bénéficiaire.

moyen pour les années 2017 à 2019 (clause dite de « retour à meilleure fortune »). **Comme en 2023 et en 2024, aucun crédit n'est ouvert en 2025 ;**

- sur le **programme 830, les prêts à FranceAgriMer au titre du préfinancement des aides européennes**, créé par la loi de finances initiale pour 2023. Il vise à sécuriser les modalités de financement du Fonds social européen (FSE+) dans le cadre du cadre financier pluriannuel (CFP) 2021-2027 et permettrait d'autoriser le préfinancement sous forme de prêts de l'Agence France Trésor des dépenses engagées par France AgriMer au titre de l'aide alimentaire. En effet, au début de chaque programmation des fonds européens, FranceAgriMer est amené à préfinancer des aides européennes avant un remboursement par l'Union européenne qui peut être tardif – cela a été le cas à de nombreuses reprises dans le cadre du CFP 2013-2020 en raison de difficultés de trésorerie du Fonds européen d'aide aux plus démunis (FEAD), elles-mêmes dues à la reprise, à un rythme insuffisant des appels de fonds auprès de la Commission européenne pour obtenir le remboursement des campagnes annuelles précédentes. Pour tenir compte de ces décalages, les prêts seraient sollicités pour une durée de cinq à six ans. **70 millions d'euros de crédits sont prévus pour 2025 (comme en 2024).**

En revanche, le projet de loi de finances pour 2025 prévoit la **suppression d'un programme du compte de concours financiers, le programme 829, relatif aux « Prêts destinés au financement des infrastructures de transports collectifs du quotidien de la métropole d'Aix-Marseille-Provence ».**

Créé par la loi de finances pour 2022<sup>1</sup>, ce programme réunissait les **avances, également renommées prêts en LFI 2023, correspondant à la contribution de l'État au financement du volet « transports » du plan « Marseille en Grand »**, dont le pilotage est assuré par le groupement d'intérêt public Aix-Marseille-Provence Mobilité. **Aucun prêt n'avait été effectué, mais 100 millions d'euros avaient été ouverts en crédit de paiement pour 2023. Compte tenu de l'annonce par le Président de la République à l'été 2023 du doublement du montant du volet subvention du Plan Marseille en Grand<sup>2</sup>, aucun versement d'avance n'est intervenu ni en 2023 ni en 2024.**

---

<sup>1</sup> *Loi n° 2021-1900 du 30 décembre 2021 de finances pour 2022.*

<sup>2</sup> *De 256 millions d'euros à 500 millions d'euros.*

**B. UN NOUVEL EXCÉDENT EN 2025, PORTÉ PAR DES RECETTES EN PROGRESSION ET LA DIMINUTION DES DÉPENSES AU TITRE DU PROGRAMME 824 « PRÊTS ET AVANCES À DES SERVICES DE L'ÉTAT »**

Comme en 2024, le compte de concours financiers « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » devrait dégager un excédent conséquent, reflet de la normalisation progressive des programmes qu'il recouvre depuis la sortie de la crise sanitaire.

Ainsi, alors que cet excédent s'élevait à **286,0 millions d'euros en loi de finances initiale pour 2024**, celui-ci devrait **quasiment doubler en 2025, à 552,1 millions d'euros**.

Cette progression résulte d'un double mouvement :

- d'une part, une **croissance des recettes, de + 1,4 %, à 10,970 milliards d'euros ;**

- d'autre part, une **diminution des dépenses, de - 1,09 %, à 10,418 milliards d'euros**, essentiellement sous l'effet de la **baisse de - 69,29 % des dépenses du programme 824 au titre des prêts et avances au BACEA.**

## Évolution des dépenses, des recettes et du solde entre 2024 et 2025

(en crédits de paiement et en millions d'euros)

	2023 (exécution)	LFI 2024	PLF 2025	Évolution 2025 / LFI 2024
<b>Dépenses</b>				
[821] Avances à l'Agence de services et de paiement	7 935,6	10 000,0	10 000,0	-
[823] Avances à des organismes distincts de l'État et gérant des services publics	42,4	210,0	260,0	+ 23,81 %
[824] Avances à des services de l'État	50,0	238,2	73,2	- 69,29 %
[825] Avances à l'Oniam	0	15,0	15,0	-
[826] Prêts aux exploitants d'aéroports	0	0	0	-
[827] Prêts destinés à soutenir Ile-de-France Mobilités	0	0	0	-
[828] Prêts destinés à soutenir les autorités organisatrices de la mobilité	0	0	0	-
[830] Prêts à FranceAgriMer au titre des préfinancements de fonds européens	100,0	70,0	70,0	-
<b>Total des dépenses</b>	<b>8 128,0</b>	<b>10 533,2</b>	<b>10 418,2</b>	<b>- 1,09 %</b>
<b>Recettes</b>				
[821] Avances à l'Agence de services et de paiement	7 935,6	10 000,0	10 000,0	-
[823] Avances à des organismes distincts de l'État et gérant des services publics	89,1	313,3	471,7	+ 50,6 %
[824] Avances à des services de l'État	367,2	382,4	365,5	- 4,4 %
[825] Avances à l'Oniam	0	15,0	15,0	-
[826] Avances aux exploitants d'aéroports	11,0	78,5	78,1	- 0,5 %
[827] Avances remboursables destinées à soutenir Ile-de-France Mobilités	30,0	30,0	40,0	+ 33,3 %
[828] Avances remboursables destinées à soutenir les autorités organisatrices de la mobilité	26,8	0	0	-
[830] Prêts à FranceAgriMer au titre des préfinancements de fonds européens	0	0	0	-
<b>Total des recettes</b>	<b>8 459,7</b>	<b>10 819,2</b>	<b>10 970,3</b>	<b>+ 1,4 %</b>
<b>Solde du compte de concours financiers</b>	<b>331,7</b>	<b>286,0</b>	<b>552,1</b>	<b>+ 93,0 %</b>

Note : la mention N/A correspond aux années pour lesquelles le programme considéré n'existait pas ou aux statistiques non pertinentes (calculs avec des dénominateurs nuls ou de signe différent).

Source : commission des finances, d'après les documents budgétaires

## II. DANS LA CONTINUITÉ DES ANNÉES PRÉCÉDENTES, LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX » N'EST PAS DOTÉ DE CRÉDITS

Le compte de concours financiers « Accords monétaires internationaux » n'est plus abondé depuis plusieurs années, du fait des niveaux de réserves importants détenus par les banques centrales concernées et, par conséquent, de la faible probabilité d'un appel en garantie de l'État pour assurer la convertibilité des monnaies de la Zone franc<sup>1</sup>. Il ne fait d'ailleurs plus l'objet de documents annuels de performances.

Bien que non doté en crédits, ce compte ne peut être supprimé puisqu'il constitue le pendant budgétaire des accords de coopération monétaires passés entre la France et 7 pays africains, dans le cadre de la Zone franc.

	Pays	Unité monétaire	Parité fixe
Union monétaire d'Afrique centrale (UMAC)	Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Guinée équatoriale, Tchad	Franc CFA émis par la Banque des États de l'Afrique centrale (XAF)	1 euro = 656 XAF
	Union des Comores	Franc comorien émis par la Banque centrale des Comores (KMF)	1 euro = 492 KMF

Source : commission des finances, d'après les documents budgétaires

Pour mémoire, la loi n° 2021-108 du 3 février 2021<sup>2</sup> a autorisé l'approbation de l'accord de coopération entre le Gouvernement de la République française et les Gouvernements des États membres de l'Union monétaire ouest-africaine (UMOA), qui réunit le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et Togo.

Le nouvel accord, signé le 21 décembre 2019 à Abidjan, a mis fin à l'obligation faite à la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest de centraliser au moins 50 % de ses réserves de change auprès du Trésor<sup>3</sup>, tout en maintenant les piliers de la coopération monétaire entre la France et

<sup>1</sup> Pour une discussion détaillée des principes de fonctionnement de la Zone franc, se reporter au rapport d'information n° 729 (2019-2020) de Mme Nathalie Goulet et M. Victorin Lurel, fait au nom de la commission des finances, déposé le 30 septembre 2020.

<sup>2</sup> Loi n° 2021-108 du 3 février 2021 autorisant l'approbation de l'accord de coopération entre le Gouvernement de la République française et les Gouvernements des États membres de l'Union monétaire ouest-africaine.

<sup>3</sup> Dans les faits, il arrivait fréquemment que cette part soit dépassée.

l'UMOA, à savoir la parité fixe avec l'euro et la garantie de convertibilité illimitée et inconditionnelle apportée par la France<sup>1</sup>.

En conséquence, la garantie de change ne bénéficie plus à la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), dont le compte d'opérations auprès du Trésor français a été clôturé en avril 2021.

---

<sup>1</sup> Pour une présentation détaillée du contenu, du contexte et des conséquences de ce nouvel accord de coopération, se reporter au rapport n° 289 (2020-2021) de M. Jérôme Bascher, sur le projet de loi autorisant l'approbation de l'accord de coopération entre la France et l'UMOA, fait au nom de la commission des finances, déposé le 20 janvier 2021.



## LISTE DES PERSONNES ENTENDUES

### **Direction générale du Trésor**

- M. Gabriel CUMENGE, sous-directeur banques et financement d'intérêt général ;
- Mme Camille SUTTER, cheffe de bureau du financement et du développement des entreprises ;
- M. Thomas MEINZEL, chef de bureau, pôle analyse économique du secteur financier – stabilité financière ;
- M. Manuel CHATEAU, chef de bureau, budget.

### **Agence France Trésor**

- M. Antoine DERUENNES, directeur général ;
- M. Mathieu MARCEAU, chef du bureau de la trésorerie de l'État.

### **Banque de France**

- Mme Marie-Laure BARUT-ETHERINGTON, directrice générale adjointe ;
- Mme Marion COCHARD, adjointe au chef de service - Finances Publiques
- M. Gabriel PRÉGUIÇA, chargé de mission auprès de Mme Véronique BENSALD-COHEN, conseillère parlementaire auprès du gouverneur.

### **Standard & Poor's Ratings**

- M. Rémy CARASSE, director & lead analyst - sovereign ratings ;
- M. Gerben DE NOORD, lead regulatory advisor, ratings legal ;
- Mme Aude GUEZ, économiste Europe.

### **Société générale**

- M. Olivier VION, responsable marchés de capitaux souverains et supranationaux ;
- M. Ariel EMIRIAN, adjoint au responsable des études de risques économiques ;
- M. Éric LITVACK, directeur des affaires publiques.

### **Deutsche Bank**

- Mme Anne-Sophie BEAUMONT ANTOGNOLI, managing director, origination & advisory, head DCM FIG SSA FraBeLux ;
- M. Emmanuel DUCLOS, managing director - head EMEA credit sales ;
- M. Arnaud LENGELÉ.

**M. Éric MONNET, professeur à l'École d'économie de Paris et à l'EHESS**

\*

\* \*

*- Contribution écrite -*

**Bpifrance**