

N° 147

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2018-2019

Enregistré à la Présidence du Sénat le 22 novembre 2018

RAPPORT GÉNÉRAL

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur le projet de loi de finances,
ADOPTÉ PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE, pour 2019,

Par M. Albéric de MONTGOLFIER,

Rapporteur général,

Sénateur

TOME III

LES MOYENS DES POLITIQUES PUBLIQUES ET LES DISPOSITIONS SPÉCIALES

(seconde partie de la loi de finances)

ANNEXE N° 13

ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT

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

COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS : ACCORDS MONÉTAIRES
INTERNATIONAUX

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

Rapporteur spécial : Mme Nathalie GOULET

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

Voir les numéros :

Assemblée nationale (15^{ème} législ.) : 1255, 1285, 1288, 1302 à 1307, 1357 et T.A. 189

Sénat : 146 et 147 à 153 (2018-2019)

SOMMAIRE

Pages

LES PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL.....	5
PREMIÈRE PARTIE	
LA DETTE ET LES CHARGES DE LA DETTE CONTINUERONT D'AUGMENTER EN 2019	
I. LA DETTE PUBLIQUE POURSUIT SA CROISSANCE	10
II. LES CHARGES DE LA DETTE, L'ENCOURS DE LA DETTE, ET LES BESOINS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT AUGMENTENT	13
A. LA CHARGE DE LA DETTE A JUSQU'ICI BÉNÉFICIÉ DE TAUX D'INTÉRÊT TRÈS BAS	14
B. UN ENCOURS DE DETTE EN HAUSSE.....	15
C. UN BESOIN TOTAL PRÉVISIONNEL DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT EN AUGMENTATION DE 15 %	16
D. UNE BASE D'INVESTISSEURS DE L'ÉTAT COMPORTANT UN SOCLE DOMESTIQUE SOLIDE.....	18
III. UN BUDGET QUI EST EXPOSÉ À UNE REMONTÉE DES TAUX D'INTÉRÊT	19
A. VERS UNE REMONTÉE DES TAUX QUI PÈSERA LOURDEMENT SUR LES CHARGES DE LA DETTE	20
B. DES ENGAGEMENTS HORS BILAN ET IMPLICITES DE L'ÉTAT A MAITRISER	23
C. UN RISQUE DE NOTATION STABLE DANS UN ENVIRONNEMENT INCERTAIN	27
D. UN TRAITEMENT PRUDENTIEL DE LA DETTE SOUVERAINE QUI POURRAIT ÉVOLUER.....	28
IV. LA BAISSÉ DU POIDS DE LA DÉPENSE PUBLIQUE DANS L'ÉCONOMIE CONSTITUE DONC UN OBJECTIF INCONTOURNABLE	29
V. POUR LA MISE EN ŒUVRE DE MESURES DE FINANCEMENT DES DÉPENSES PUBLIQUES MUTUALISÉES DANS LA CADRE DE LA ZONE EURO.....	31

**SECONDE PARTIE
LES AUTRES PROGRAMMES ET COMPTES SPECIAUX**

I. LES AUTRES PROGRAMMES : DES MONTANTS PLUS FAIBLES MAIS DES ÉVOLUTIONS SIGNIFICATIVES EN 2019	33
A. PROGRAMME 114 « APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT » : UNE HAUSSE TRÈS MARQUÉE DES CRÉDITS LIÉE À UNE MESURE DE PÉRIMÈTRE	33
B. PROGRAMME 145 « ÉPARGNE » : DES CRÉDITS EN BAISSÉ, LA SUPPRESSION PRÉVUE DU RÉGIME FISCAL DÉROGATOIRE DE L'ÉPARGNE LOGEMENT	35
II. LES COMPTES SPÉCIAUX	38
A. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS »	38
B. LE COMPTE D'AFFECTATION SPÉCIALE « PARTICIPATION DE LA FRANCE AU DÉSENETTEMENT DE LA GRÈCE »	39
C. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX »	40
LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE	41
EXAMEN DE L'ARTICLE RATTACHÉ	43
• ARTICLE 77 Participation française à l'augmentation de capital sujet à appel de la Banque européenne d'investissement	43
EXAMEN EN COMMISSION	47
LISTE DES PERSONNES ENTENDUES	55
ANNEXE	57

LES PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL

La mission « Engagements financiers de l'État » couvre pour l'essentiel la charge de la dette publique qui représente 99 % de ses crédits. Elle atteint dans la PLF 2019 un montant de 42,47 milliards d'euros **en croissance de 1,7 %** par rapport à 2018.

La charge d'intérêts de la dette de l'État inscrite au programme 117 de cette mission s'élève à 42,1 milliards d'euros, soit **une augmentation de 2,1 %** entre 2018 et 2019, correspondant à 400 millions d'euros supplémentaires.

Une mission couvrant les services d'une dette publique qui poursuit sa croissance

Le montant global de la dette publique a temporairement dépassé les 100 % du PIB en juin 2018. L'encours de la dette négociable de l'État devrait atteindre 1818,4 milliards d'euros en 2019 **en croissance de 4,7 % par rapport à fin 2018**, soit plus de 81,1 milliards supplémentaires.

Le besoin de financement de l'État, qui correspond aux dettes arrivant à échéance et au déficit pour l'année, s'élèvera l'an prochain à 227,6 milliards d'euros, contre 198,5 milliards cette année, soit **une augmentation de près de 15 %**.

Une dette publique qui avoisine les 100 % du PIB

Les autres programmes suivent des évolutions relativement stables, à l'exception du programme 114 « Appels en garantie de l'État », qui progresse de plus de 25 %, passant de 104,9 millions d'euros à 125,3 millions d'euros, du fait d'une augmentation des actions en faveur du logement et du programme 145 « Épargne », qui diminue de 31,7 % en raison de l'extinction des primes Épargne-logement.

*

La dette publique, qui était à peine au-dessus du seuil de 60 points de PIB en 2007 a augmenté de 32,3 points ces dix dernières années, pour atteindre 98,5 points de PIB en 2017, quand dans la même période la dette de nos partenaires européens n'a augmenté que de 25,6 points.

En 2017, la dette publique française aura même temporairement dépassé la barre de 100 % du PIB. Depuis que l'Insee a requalifié SNCF Réseau en administration publique, elle intègre en effet une partie du passif de la SNCF, soit 37,0 milliards d'euros fin 2016 et 39,5 milliards d'euros fin 2017, soit 1,7 point de PIB.

Un service de la dette dont la progression est jusqu'à présent contenue par le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt

Le cadrage macroéconomique du budget 2019 confirme un léger dérapage de la trajectoire de la dette publique par rapport aux prévisions du printemps dernier. La dette publique devrait atteindre 98,7 % du PIB à fin 2018, au lieu de 96,4 %, annoncé en avril. Elle devrait se stabiliser à ce niveau en 2019 (98,6 %), puis commencer à refluer pour retomber à 92,7 % en 2022. Cette trajectoire est moins rapide que ce qui avait été envisagé lors de la présentation du programme de stabilité, dans lequel il était envisagé de voir passer la dette sous les 90 % de PIB.

Dans ce contexte, il convient plus que jamais de remettre l'accent sur **les quatre principaux risques** qui pourraient conduire à revoir à la hausse la charge de la dette pour 2019.

1) **Une forte exposition à la remontée des taux.** Une remontée progressive des taux devrait intervenir sur les prochaines années, l'incertitude ne portant plus aujourd'hui sur l'occurrence d'une remontée des taux mais sur son ampleur.

Le scénario de taux retenu pour le chiffrage de la charge de la dette par le Gouvernement repose sur une remontée graduelle des taux.

Avec la hausse des taux, la charge de la dette progressera - d'autant plus vite que la maturité moyenne de la dette française n'est pas extrêmement élevée par comparaison avec d'autres pays. Elle s'élève à environ 7 ans et demi en France, contre 14 ans au Royaume-Uni, par exemple. **D'après les simulations de l'Agence France Trésor, une hausse d'un point de pourcentage aura un coût cumulé de 14,1 milliards d'euros après seulement trois ans et de 34,5 milliards d'euros après cinq ans.**

2) **Des engagements hors bilan de l'État à maîtriser.** Les engagements hors bilan de l'État constituent l'ensemble des obligations potentielles de l'État. Les dépenses, les soldes et la dette publique affichés en comptabilité nationale pourraient être significativement affectés par le reclassement en administration publique d'entités publiques à l'instar de SNCF Réseau. Depuis que l'Insee a requalifié la dette de la SNCF, la dette publique intègre en effet une partie du passif de la SNCF. Il convient, par ailleurs, d'être **vigilant sur le calendrier et les modalités de transfert de la gestion de la dette de la SNCF à l'État prévu en 2020** qui doivent être précisés rapidement ainsi que sur **les risques de requalification de la dette d'autres établissements publics tel que l'Agence Française de Développement (AFD)** susceptibles de peser sur les finances publiques. Les auditions ont montré que pour prévenir la requalification de certaines dettes d'opérateur de l'État en dettes publiques, les pouvoirs publics peuvent être amenés à revoir les structures de gouvernance de ces opérateurs pour y diminuer la présence des représentants de l'État et du Parlement. En effet, plus il y a de représentants de l'État ou de parlementaires dans le conseil d'administration d'une structure, plus Eurostat peut être amenée à requalifier la dette d'organismes publics, surtout quand ces derniers bénéficient, par ailleurs, de la garantie implicite ou explicite de l'État.

3) **Un risque de notation stable dans un environnement international incertain.** Une dégradation de la note de la France, si elle était suivie par les acteurs financiers, pourrait évidemment avoir des conséquences sur nos conditions de financement.

4) **Un traitement prudentiel de la dette qui pourrait évoluer.** Il est possible que le traitement prudentiel des titres souverains au sein des bilans des opérateurs économiques soit modulé afin de mieux apprécier le risque réel lié à une obligation d'État et de cesser de vivre dans la fiction que tous les États rembourseront toujours leur dette. La redéfinition du traitement prudentiel de la dette souveraine pourrait entraîner une recomposition des conditions de financement des États et un renchérissement de la dette de l'État.

*

Des besoins de financement de l'État en forte progression

Le besoin total prévisionnel de financement de l'État, qui correspond principalement aux dettes arrivant à échéance et au déficit pour l'année, **s'élèvera l'an prochain à 227,6 milliards d'euros, contre 198,5 milliards cette année.**

Cette hausse de près de 15 % s'explique par deux facteurs principaux : la progression du déficit budgétaire de l'État et l'augmentation du refinancement des dettes des années post-crise arrivant à échéance en 2019. Pour financer la différence, l'AFT prévoit principalement d'augmenter de 15 milliards d'euros l'encours de sa dette à court terme et de 11 milliards les dépôts des correspondants du Trésor, comme par exemple le Fonds pour l'innovation.

Face à ces risques, le rapporteur spécial fait valoir les observations suivantes :

Il est regrettable que la mission « Engagements financiers de l'État » soit le troisième budget inscrit au PLF par sa taille. **L'État consacre aujourd'hui plus au service de la dette qu'à la plupart des politiques publiques.**

En 2019, la France n'aura pas encore amorcé un mouvement de réduction significatif de sa dette publique à la différence de la quasi-totalité des pays européens. La dette publique, qui était à peine au-dessus du seuil de 60 points de PIB en 2007 a temporairement atteint en 2017 plus de 100 % du PIB et devrait se stabiliser à 98,6 % en 2019.

Cette situation présente trois inconvénients majeurs : 1) **une injustice intergénérationnelle** : l'État vit à crédit sur les générations futures ; 2) **un effet d'éviction sur des dépenses budgétaires plus productives** telles que les investissements publics ; 3) le niveau de la dette publique diminue **nos marges de manœuvres budgétaires** en cas d'essoufflement de la croissance dans un contexte international incertain en 2019.

La baisse du poids de la dépense publique dans l'économie constitue donc un objectif incontournable pour défendre notre compétitivité économique et préserver notre modèle de services publics. Le Gouvernement gagnerait à se fixer comme ambition dans chaque secteur une amélioration du rapport coût/résultat des services publics français et à **revoir à la hausse les ambitions du comité Action Publique 2022** en matière de réforme de l'État.

Le niveau de la dette publique française est un problème évident pour la France, mais c'est aussi un problème pour l'Europe. **La divergence avec l'Allemagne constitue une préoccupation majeure** dans la perspective d'un approfondissement de la construction européenne.

Le Gouvernement affiche la volonté de réduire la dette publique de 5 points du PIB d'ici la fin du quinquennat sans que le chemin pour atteindre cet objectif soit aujourd'hui encore assez crédible. Au-delà des privatisations annoncées qui doivent contribuer au désendettement de l'État *a minima* à hauteur de 0,5 point par rapport au PIB, l'effort de désendettement doit être poursuivi.

Outre la maîtrise de la dette publique, le rapporteur spécial préconise pour son financement d'avancer vers **des solutions européennes mutualisées et innovantes, sous la forme de fonds sectoriels sur des sujets tels que la défense** ou à travers la création d'emprunts mutualisés au niveau de la zone euro, par exemple à travers des titres synthétiques adossés à un portefeuille de titres souverains de différents États membres.

L'article 77 du projet de loi de finances rattaché à cette mission autorise le ministre chargé de l'économie à souscrire à une augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement à hauteur de 6,9 milliards d'euros de capital sujet à appel. Dans la mesure où cet article tend exclusivement à permettre une hausse de la participation de la France au titre du capital callable de la Banque européenne d'investissement sans devoir procéder à une augmentation du capital appelé, celui-ci est **sans impact maastrichtien ni sur la dette ni sur le déficit.**

PREMIÈRE PARTIE LA DETTE ET LES CHARGES DE LA DETTE CONTINUERONT D'AUGMENTER EN 2019

Dans la mission budgétaire, le programme 117 « Charge de la dette et trésorerie de l'État » représente 99 % des crédits et couvre pour l'essentiel la charge de la dette de l'État.

Ce programme 117 a pour objectif de **garantir la solvabilité de l'État** à tout moment, donc à **couvrir ses besoins de financement en émettant des titres de dette**, dans les conditions d'endettement les moins onéreuses possible.

Pour l'année 2019, **ce programme représente 16,3 % des dépenses de l'État**, estimées au total à 259,5 milliards d'euros¹. C'est la troisième mission budgétaire par sa taille.

L'État consacre ainsi aujourd'hui plus au service de la dette que pour la plupart des politiques publiques.

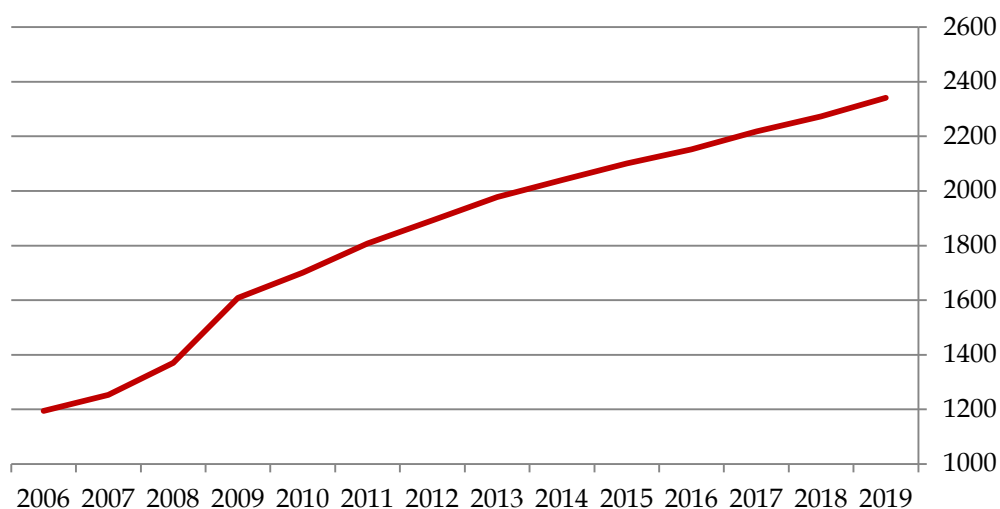
Ce montant est largement dépendant sur le long terme de l'évolution de la dette publique et des conditions de financement de celle-ci sur les marchés financiers, comme l'avait souligné M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général de votre commission dans un rapport intitulé : « La dette publique de la France : un poids du passé, un défi pour l'avenir »².

¹ *Exposé général des motifs du projet de loi de finances pour 2019. Dépenses pilotables de l'État.*

² *Rapport d'information n° 566 (2016-2017) sur la dette publique d'Albéric de Montgolfier, rapporteur général, fait au nom de la commission des finances, déposé le 31 mai 2017.*

Évolution de la dette publique française

(en milliards d'euros)



Source : Eurostat

I. LA DETTE PUBLIQUE POURSUIT SA CROISSANCE

Le PLF 2019 s'inscrit dans un contexte de long terme marqué par la progression de la dette publique depuis plusieurs décennies.

La baisse du déficit et le retour à une croissance économique plus soutenue n'ont toujours pas permis de réduire ou même de stabiliser la dette publique rapportée au PIB, passée de 96,6 points de PIB en 2016 à 98,5 points de PIB en 2017.

Entre 2007 et 2017, les prélèvements obligatoires et les dépenses, hors crédits d'impôts, rapportés au PIB, ont augmenté chacun de 3 points.

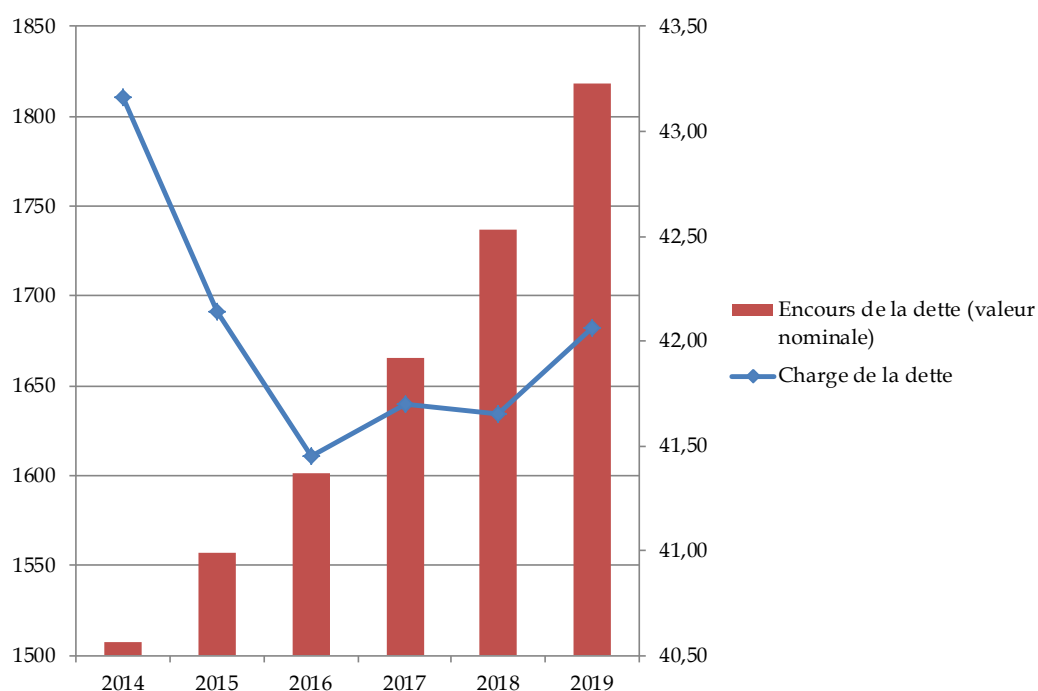
La dette publique, qui était à peine au-dessus du seuil de 60 points de PIB en 2007, a, quant à elle, augmenté de 32,3 points, pour atteindre 98,5 points de PIB en 2017. C'est moins bien que nos partenaires européens puisque la moyenne européenne se situe à plus de 10 points en dessous à 88,4 points de PIB.

Nos partenaires européens n'ont en effet augmenté le poids de leurs recettes et de leurs dépenses dans le PIB que de 1,1 point en moyenne, et celui de leur dette de 25,6 points.

La France est l'un des deux seuls pays de la zone euro dont la dette publique croît encore en 2017, le second étant le Luxembourg, dont la dette est à peine à 20 %.

Encours et charge de la dette de l'État

(en milliards d'euros)



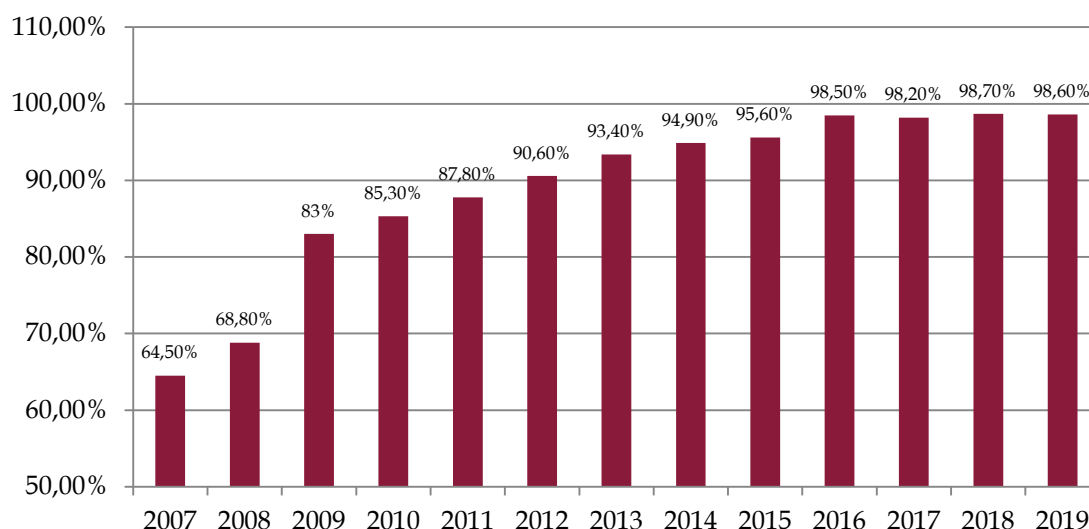
Source : PLF 2019

Le cadrage macroéconomique du budget 2019 confirme l'augmentation de la trajectoire de la dette publique par rapport aux prévisions du printemps dernier.

La dette publique devrait atteindre 98,7 % du PIB à fin 2018, au lieu de 96,4 % annoncé en avril. Elle devrait se stabiliser à ce niveau en 2019 (98,6 %), puis commencer à refluer pour retomber à 92,7 % en 2022.

Évolution de la dette publique

(en % du PIB)



Source : PLF 2019

Cette trajectoire est moins rapide que ce qui avait été envisagé en avril, lors de la présentation du programme de stabilité où il était envisagé de voir passer la dette sous les 90 % de PIB.

Comme l'a souligné le ministre de l'économie et des finances devant votre commission cet endettement est « un poison lent pour notre économie et les générations futures ».

L'Allemagne va revenir sans doute dès cette année sous la barre des 60 % de PIB de dette publique, en se tenant depuis la sortie de la crise financière à sa stratégie du « *schwarze Null* » (équilibre budgétaire sans nouvelles dettes).

Le projet de loi de finances nous indique que la dette de la France devrait passer en 2019 à 98,6 % du PIB.

La France gagnerait à s'inspirer de la stratégie allemande. Votre rapporteur spécial prend bonne note de la volonté du Gouvernement de réduire la dette publique de 5 points du PIB d'ici la fin du quinquennat mais observe que le chemin pour atteindre cet objectif n'est pas tout à fait documenté.

Il conviendra d'être particulièrement vigilant sur le fait que les privatisations annoncées dans le cadre de la loi Pacte contribuent effectivement au désendettement de l'État *a minima* de 0,5 point par rapport au PIB.

II. LES CHARGES DE LA DETTE, L'ENCOURS DE LA DETTE, ET LES BESOINS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT AUGMENTENT

Le programme 117 « Charge de la dette et trésorerie de l'État » du PLF 2019 et les perspectives des finances publiques de l'État ne prévoient pas une diminution des charges de la dette.

La charge des intérêts de la dette de l'État inscrite dans ce budget, devrait, en effet, s'élever à 42,2 milliards d'euros en 2019, soit une augmentation de l'ordre de 2,1% entre 2018 et 2019, c'est-à-dire un niveau supérieur de 400 millions d'euros à la prévision actualisée pour 2018 :

- la charge d'intérêt des bons du Trésor à taux fixe (BTF) redeviendrait positive et serait supérieure de 0,9 milliard d'euros à la prévision actualisée pour 2018, en lien avec le relèvement attendu des taux courts ;

- la charge des intérêts des titres de moyen et long terme serait inférieure de 0,5 milliard d'euros à la prévision actualisée pour 2018, en dépit de l'augmentation du volume d'emprunt, car la dette à moyen et long terme amortie en 2018 a été refinancée par des titres à taux de coupon plus faibles ;

- la charge d'indexation des titres indexés sur l'inflation serait supérieure de 0,1 milliard d'euros à la prévision actualisée pour 2018, en raison de la remontée attendue de l'inflation

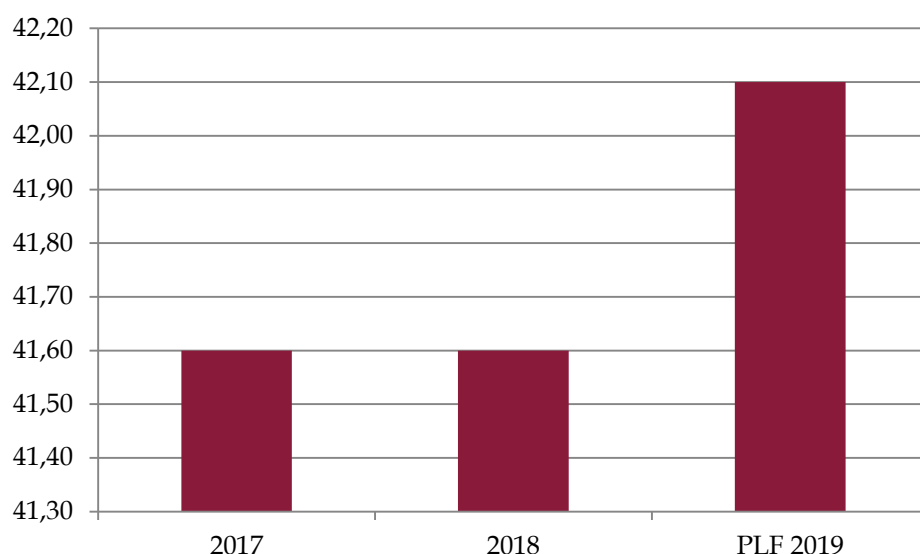
Ces prévisions prennent en compte une augmentation des taux d'intérêt à moyen terme de 0,75 point.

Selon le programme de stabilité d'avril 2018, le poids des charges d'intérêts devrait passer de 1,8 point de PIB en 2017 et 2018 à 2,1 points en 2022, en lien avec l'hypothèse d'une hausse sensible des taux d'intérêt.

En effet, les taux longs (10 ans) progresseraient de 1,1 % à fin 2017 à 4,0 % à fin 2022 selon la LPFP de janvier 2018.

Charge de la dette

(en milliards d'euros)



Source : PLF 2019

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

A. LA CHARGE DE LA DETTE A JUSQU'ICI BÉNÉFICIÉ DE TAUX D'INTÉRÊT TRÈS BAS

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

Pour 2019, l'inflation, l'augmentation du volume de titres et l'effet calendaire concourent à une hausse de la charge de la dette qui est **plus que compensée par « l'effet taux », qui contribue à ne faire augmenter la charge d'intérêts que de 0,5 milliard d'euros.**

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

La situation est en train de changer. En effet, la charge d'intérêt des bons du Trésor à taux fixe (BTF) redeviendrait positive et serait supérieure de 0,9 milliard d'euros à la prévision actualisée pour 2018, en lien avec le relèvement attendu des taux.

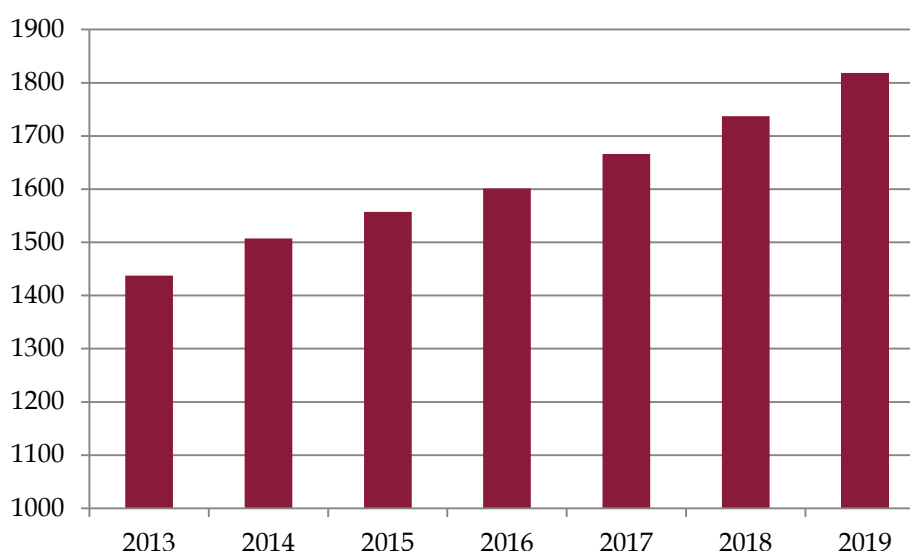
B. UN ENCOURS DE DETTE EN HAUSSE

Après une hausse constante en 2012 et 2016 (de 17 % environ au total), la progression de l'encours de dette devrait se poursuivre entre **2018 et 2019, passant de 1 737,3 milliards d'euros à 1818,4 milliards d'euros, soit une augmentation de 4,7 %**.

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

Encours de la dette négociable de l'État

(en milliards d'euros)



Source : PLF 2019

C. UN BESOIN TOTAL PRÉVISIONNEL DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT EN AUGMENTATION DE 15 %

Le besoin total prévisionnel de financement de l'État, qui correspond principalement aux dettes arrivant à échéance et au déficit pour l'année, s'élèvera l'an prochain à 227,6 milliards d'euros, contre 198,5 milliards d'euros cette année.

Cette hausse de près de 15 % s'explique par deux facteurs principaux : la progression du déficit budgétaire de l'État et l'augmentation du refinancement des dettes des années post-crise arrivant à échéance en 2019.

Pour financer la différence, l'AFT prévoit principalement d'augmenter de 15 milliards d'euros l'encours de sa dette à court terme et de 11 milliards d'euros les dépôts des correspondants du Trésor dont le Fonds pour l'innovation.

Évolution du besoin de financement de l'État

(en milliards d'euros)

	2018	2019
BESOIN DE FINANCEMENT	198,0	227,6
Amortissement de titres d'État à moyen et long terme	116,6	130,2
<i>Valeur nominale</i>	115,9	128,9
<i>Suppléments d'indexation versés (titres indexés)</i>	0,7	1,3
Amortissement des autres dettes	0,0	0,0
Déficit à financer	80,8	98,7
Autres besoins de trésorerie	0,6	-1,3
<i>Annulation des opérations budgétaires sans impact en trésorerie</i>	-1,8	-3,5
<i>Décassements sur les comptes PIA nets des intérêts versés</i>	2,4	2,2
RESSOURCES DE FINANCEMENT	198,0	227,6
Émissions de titres d'État à moyen et long terme, nettes des rachats (2)	195,0	195,0
Ressources affectées à la CDP et consacrées au désendettement	1,0	2,0
Variation de l'encours de titres d'État à court terme	-8,4	15,0
Variation des dépôts des correspondants (3)	2,6	11,0
Contribution du solde du compte du Trésor (4)	0,0	1,1
Autres ressources de trésorerie	7,8	3,5
<i>Suppléments d'indexation perçus à l'émission moins payés sur rachats</i>	0,8	0,5
<i>Primes à l'émission</i>	7,0	3,0

Source : PLF 2019

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

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

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

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

Pour 2019, le besoin prévisionnel de financement de l'État atteindra 227,6 milliards d'euros, principalement constitué d'un déficit à financer de 98,7 milliards d'euros et d'amortissements de titres à moyen/long terme qui devraient atteindre 130,2 milliards d'euros.

Ce besoin sera essentiellement couvert par des émissions nouvelles de dette à moyen et long termes nettes des rachats (195,0 milliards d'euros) et par une hausse des emprunts de court terme (15,0 milliards d'euros).

Le surcroît d'emprunts à court terme permettra d'améliorer la liquidité des titres dont l'encours a diminué ces dernières années sous l'effet de l'encaissement d'importantes primes de trésorerie à l'émission, qui ont été recyclées en moindres émissions de titres de court terme. Accessoirement, il contribuera à lisser l'effet sur le besoin de financement d'éléments non récurrents affectant à la hausse le déficit budgétaire en 2019 (transformation du CICE en allègements de charges pérennes, mise en place du prélèvement à la source de l'impôt sur le revenu).

D'après les réponses fournies à votre rapporteur, le besoin de financement sera couvert à titre subsidiaire par d'autres ressources. Des produits de cessions de participations seront consacrés au désendettement à hauteur de 2 milliards d'euros. Par ailleurs, les dépôts des correspondants du Trésor augmenteront de 11 milliards d'euros en raison, d'une part, de l'affectation de produits de cessions de participation au Fonds pour l'innovation de rupture pour 8 milliards d'euros et, d'autre part, par la poursuite de la politique de centralisation des trésoreries du secteur public, en l'espèce celle de la CADES pour 3 milliards d'euros.

Dans un contexte de taux très bas et même négatifs jusqu'aux maturités de 5 ans en septembre 2018, il est fait l'hypothèse que les émissions de dette à moyen et long termes dégageraient 3 milliards d'euros de primes nettes des décotes en 2019.

Cette prévision est susceptible de variations en fonction de l'évolution effective des taux et des titres qui seront effectivement émis. Ce montant s'ajouterait à 0,5 milliards d'euros de supplément d'indexation reçu à la réémission de titres indexés, pour un total d'autres ressources de trésorerie de 3,5 milliards d'euros.

Enfin, le niveau du compte du Trésor diminuerait entre le 31 décembre 2018 et le 31 décembre 2019, ce qui contribuerait à augmenter de 1,1 milliards d'euros les ressources de financement.

D. UNE BASE D'INVESTISSEURS DE L'ÉTAT COMPORTANT UN SOCLE DOMESTIQUE SOLIDE

La Banque de France fournit les données concernant la détention de la dette française par les non-résidents, sous forme d'une enquête réalisée chaque trimestre sur « les Placements en Valeurs Mobilières des Agents Économiques ». À la fin du premier trimestre 2018, selon cette enquête, 54,6 % de la dette négociable était détenue par les non-résidents, dont 88,9 % pour les BTF, et 52,1 % pour les OAT.

Les résidents français représentent donc 45,4 % des détenteurs de la dette d'État. La base d'investisseurs de l'État comporte ainsi un socle domestique solide compte tenu notamment du fort taux d'épargne des ménages et du bilan des acteurs financiers, avec une part des investisseurs résidents se renforçant d'un peu moins de quatre points sur un an.

L'évolution de la part des non-résidents est contrastée selon les instruments émis par l'Agence France Trésor :

- Les BTF confirment leur très forte internationalisation, et leur rôle d'instrument monétaire de référence en euros – a fortiori dans un contexte où ils ne sont pas éligibles au programme d'achats de la BCE (cf. *infra*) et ne sont donc pas achetés par la Banque de France dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Leur liquidité et leur sûreté continuent d'être particulièrement appréciées par les banques centrales étrangères dans le cadre de la gestion de leurs réserves de change, et par les établissements bancaires pour la gestion de leurs coussins de liquidité. Ces instruments sont par ailleurs largement utilisés à des fins de collatéralisation, notamment dans le cadre de transactions sur produits dérivés.

- Pour ce qui concerne les OAT, la baisse de la part des non-résidents dans les détentions de ces titres observée depuis 2015 continue de s'expliquer par la poursuite de la mise en œuvre du PSPP de la BCE, qui a

débuté le 9 mars 2015 – dans un contexte où la Banque de France, en charge de l'essentiel du programme d'achats en France, fait en effet partie des résidents français dans le cadre de l'enquête considérée.

Ces chiffres ne distinguent pas les non-résidents en zone euro et hors zone euro mais un recoupement avec le sondage *Coordinated Portfolio Investment Survey* mené par le FMI donne une indication partielle sur la part des résidents situés dans la zone euro dans les investissements de portefeuille dans les titres de dette (incluant la dette publique et la dette privée). Selon ce sondage, près de 60 % des investisseurs non-résidents en dette publique et privée française sont européens (dont 52 % de la zone euro) ; viennent ensuite des investisseurs asiatiques (13 %) puis américains (9 %), les 18 % restant correspondant aux détentions d'organisations internationales ou aux placements des réserves de change.

Enfin, selon une comparaison établie au niveau européen par Eurostat (enquête annuelle sur la structure de la dette publique), la proportion de dette publique détenue par les non-résidents est similaire en France et en Allemagne (de l'ordre de 50 % en 2017). Parmi les émetteurs d'une taille comparable à celle de la France, l'Italie et le Royaume-Uni présentent une proportion plus faible (environ 30 % de détenteurs non-résidents).

III. UN BUDGET QUI EST EXPOSÉ À UNE REMONTÉE DES TAUX D'INTÉRÊT

La charge de la dette qui fait l'objet de ce rapport rassemble des crédits évaluatifs et non limitatifs. Le Parlement ne vote donc pas des plafonds de crédits juridiquement contraignants mais de simples prévisions.

Il s'agit, en effet, de dépenses « obligatoires », **le Gouvernement étant tenu juridiquement de rembourser ses créanciers.** Dès lors, votre commission a pour rôle essentiel **d'identifier et de surveiller les risques qui pèsent sur la crédibilité de la prévision de dépenses présentée au Parlement.** Il ne s'agit donc pas seulement de prendre acte des estimations du Gouvernement, mais de comprendre les facteurs susceptibles de les faire évoluer.

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

A. VERS UNE REMONTÉE DES TAUX QUI PÈSERA LOURDEMENT SUR LES CHARGES DE LA DETTE

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

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

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

Enfin, les incertitudes économiques et politiques, liées notamment à la décision prise par le Royaume-Uni de quitter l'Union européenne (*Brexit*), ou à la nouvelle politique budgétaire italienne, poussent les **investisseurs à préférer des titres sûrs**, comme les dettes souveraines. La théorie économique parle de « **trappes à sûreté** »¹ pour désigner cet excès de demande pour les actifs sûrs qui caractérise l'Europe.

La France et le monde sont clairement entrés dans une nouvelle phase marquée par une remontée des taux et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, si les annonces de la BCE restent très prudentes quant aux inflexions qui seront apportées, l'impact de la fin programmée du programme de rachat d'actifs de la banque centrale européenne (BCE) conduira à une augmentation des taux. Cette inflexion de la politique monétaire européenne aura un effet légèrement différé, la BCE réduisant les flux et non le stock de ses actifs.

En outre, la convergence des politiques monétaires dans le sillage de la FED vers une politique plus restrictive plaide pour une remontée des taux.

La décision de la Réserve fédérale américaine d'opérer une remontée de ses taux directeurs devrait exercer un effet d'entraînement sur le taux d'intérêt au niveau mondial. D'après les informations transmises au rapporteur, les modulations des taux souverains américains **se répercutent en général dans une fourchette de 60 % à 70 % en Europe**. Or le rendement des emprunts d'État à dix ans a progressé aux USA de 100 points de base pour atteindre, mardi 9 octobre, 3,26 %.

Par ailleurs, le maintien d'un contexte économique plus dynamique que par le passé pourrait plaider pour un resserrement graduel de la politique non conventionnelle de la BCE. En effet, **l'inflation**, qui est le

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

principal (et légalement, le seul) objectif de la BCE **semble redémarrer** au sein de la zone euro.

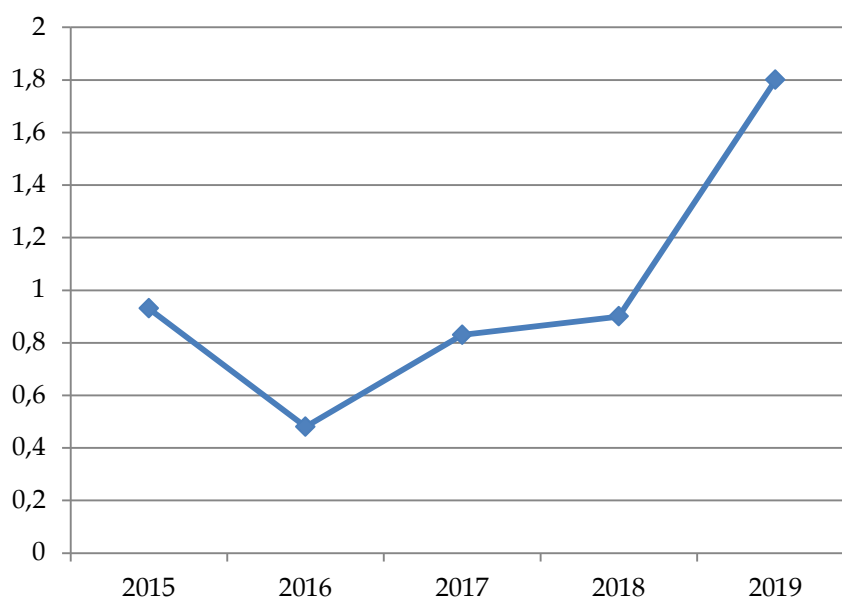
Le scénario de taux retenu pour le chiffrage de la charge de la dette par le Gouvernement repose sur une remontée graduelle des taux d'intérêt.

S'agissant des taux à moyen-long terme : la prévision pour 2019 repose sur un redressement des taux au rythme moyen de 75 points de base par an, dans un contexte d'arrêt progressif du programme d'achat net d'actifs de la BCE.

Le taux à 10 ans s'élèverait à 1,40 % fin 2018 et 2,15 % fin 2019, après 0,68 % en moyenne en août 2018.

Taux d'intérêt (OAT à 10 ans)

(en %)



Source : PLF 2019

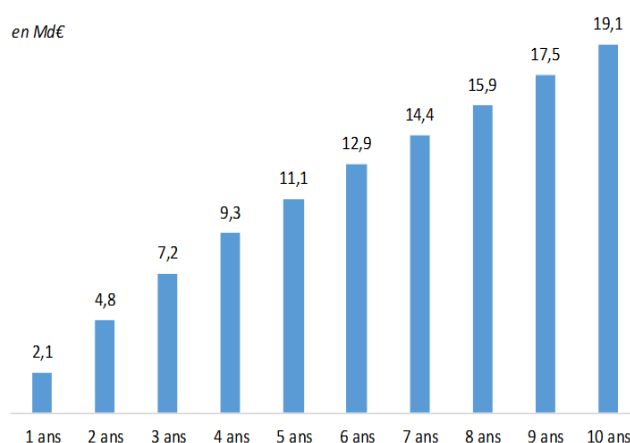
S'agissant des taux courts sous hypothèse d'un relèvement des taux directeurs à partir de la fin de l'été, ceux-ci remonteraient progressivement en 2019, pour redevenir positifs en cours d'année. Le taux à 3 mois s'élèverait à - 0,40 % fin 2018 et 0,40 % fin 2019, après - 0,54 % en moyenne en août 2018.

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

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

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

Impact d'un choc de taux à la hausse de 1 % sur la charge d'intérêts de l'État (en comptabilité nationale)



Source : PLF 1019

Si cette augmentation d'un point de taux d'intérêt, s'accompagnait d'une augmentation du taux de croissance à due concurrence, la situation serait évidemment très différente puisqu'elle entraînerait à court terme des rentrées fiscales de nature à réduire le déficit et la dette. Un point de croissance supplémentaire n'est cependant pas envisagé dans des prévisions de croissance qui se situent aujourd'hui autour de 1,7 % pour 2019 et qui ont plutôt fait l'objet de révision à la baisse qu'à la hausse dans un environnement international incertain.

S'agissant des anticipations pour 2019 de l'évolution des taux pour 2019, on notera que malgré la mise en extinction progressive des achats nets d'actifs par la BCE d'ici la fin d'année 2018, le réinvestissement des tombées de titres arrivés à échéance dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) devrait contribuer à maintenir la compression des primes de terme sur les marchés de dette souveraines en zone euro donc des conditions de refinancement favorables pour les émetteurs souverains toutes choses égales par ailleurs. La BCE s'est engagée dans la normalisation de la politique monétaire avec une tonalité prudente puisqu'elle entend laisser les taux

directeurs à leurs niveaux bas actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et aussi longtemps que nécessaire.

Pour 2019, les marchés financiers mondiaux et européens évoluent dans un environnement marqué par :

(i) Un recouplage progressif des politiques monétaires des principales banques centrales, la Réserve fédérale étant plus avancée que son homologue européenne dans le cycle de normalisation des politiques monétaires ultra-accommodantes et notamment de remontée des taux directeurs ;

(ii) Des incertitudes relatives à l'impact de la rhétorique protectionniste sur la croissance et l'inflation mondiales ;

(iii) La hausse de l'endettement portée par des entreprises déjà très endettées ;

(iv) Une multiplication des épisodes d'instabilité sur les différentes classes d'actifs. L'épisode de correction boursière observée en février 2018, intervenue aux États-Unis, est à ce titre illustratif de phénomènes temporaires de sur-réaction des acteurs de marché à : (i) des publications d'emplois et de salaires américains supérieurs au consensus de marché qui (ii) ont ravivé les craintes d'une accélération de la boucle salaires-prix, (iii) donc d'un possible resserrement monétaire à marche forcée de la Réserve fédérale.

B. DES ENGAGEMENTS HORS BILAN ET IMPLICITES DE L'ÉTAT A MAITRISER

Les engagements hors bilan sont des **obligations de l'État vis-à-vis de tiers, dépendantes de la survenue d'événements ou de besoins spécifiques**. Ces dépenses potentielles ne réunissent pas les conditions nécessaires pour être inscrites au bilan, mais peuvent avoir un impact significatif sur l'équilibre budgétaire de l'État.

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

En 2013, votre commission des finances avait demandé un rapport à la Cour des Comptes sur le sujet des engagements hors bilan de l'État. Elle avait tout d'abord souligné la **prévalence des engagements de retraite parmi les engagements hors bilan, ainsi que leur progression entre 2007 et 2012, de 588 milliards d'euros**¹. La Cour des Comptes avait également souligné la croissance rapide des encours des engagements pris dans le cadre d'accords bien définis.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

À cet égard, le cas de la SNCF est emblématique. Depuis que l'Insee a requalifié SNCF Réseau en administration publique, la dette publique intègre une partie du passif de la SNCF, soit 37,0 milliards d'euros fin 2016 et 39,5 milliards d'euros fin 2017, ce qui représente 1,7 point de PIB !

	2015	2016	2017
Déficit notifié en mars 2018 (Md€)	79,7	75,9	59,5
Impact du reclassement de SNCF Réseau	-	+ 3,2	+ 2,2
Autres modifications	-	-	+ 2,5
Déficit notifié en septembre 2018 (Md€)	79,7	79,1	61,4
Déficit notifié en septembre 2018 (% du PIB)	3,6 %	3,5 %	2,7 %
Dette notifiée en septembre 2018 (Md€)	2 101,3	2 152,5	2 218,4
Impact du reclassement de SNCF Réseau		+35,8	+ 39,4
Dette notifiée en septembre 2018 (Md€)	2 101,3	2 188,3	2 257,8
Dette notifiée en septembre 2018 (% du PIB)	95,6 %	98,2 %	98,5 %

Source : commission des finances

Il est important de noter que cette requalification de la dette de SNCF Réseau en dette publique est une décision de comptabilité nationale. Elle ne modifie nullement le portage juridique de cette dette et ne s'accompagne d'aucun flux financier.

À ce stade, la dette de SNCF Réseau reste portée par l'opérateur ferroviaire. Le Gouvernement s'est cependant engagé, dans le rapport économique, social et financier (RESF) annexé au projet de loi de finances pour 2019 à procéder à « une reprise par l'État de 35 milliards d'euros de dette SNCF Réseau d'ici la fin du quinquennat ».

Cette reprise permettrait à SNCF Réseau de ne plus avoir à s'acquitter du service de sa dette, celui-ci devenant alors une charge pour le budget général de l'État ou, le cas échéant, pour une structure de cantonnement *ad hoc*. Le gestionnaire d'infrastructure pourrait alors devenir, dans le contexte de l'ouverture à la concurrence du secteur ferroviaire, une société anonyme à capitaux publics disposant de comptes assainis.

Il convient, par ailleurs, d'être **vigilant sur le calendrier et les modalités de transfert de la gestion de la dette de la SNCF à l'État prévu en 2020** qui doivent être précisés rapidement.

Les auditions ont, par ailleurs, montré que pour prévenir la requalification de certaines dettes d'opérateur de l'État en dettes publiques, les pouvoirs publics peuvent être amenés à revoir les structures de gouvernance de ces opérateurs pour y diminuer la présence des représentants de l'État et du Parlement.

Plus il y a de représentants de l'État ou de parlementaires dans le conseil d'administration d'une structure, plus Eurostat peut être amenée à requalifier la dette de ces organismes publics, surtout quand ces derniers bénéficient, par ailleurs, de la garantie implicite ou explicite de l'État.

C'est le cas par exemple de l'AFD. Eurostat a considéré que la conversion en 2016 de la ressource à condition spéciale (RCS, qui sont des prêts à conditions avantageuses octroyés par l'État à l'AFD) en fonds propres, pour un montant de 2,4 milliards d'euros aurait dû donner lieu à une aggravation du déficit public. L'Insee avait choisi de traiter cette conversion en opération financière sans incidence sur le déficit. Les discussions entre l'Insee et Eurostat ont finalement conduit à une modification du traitement de la RCS : désormais les prêts octroyés par l'État à l'AFD, nets des remboursements, sont comptabilisés en transfert en capital, avec incidence sur le déficit, et ce depuis la création de l'AFD (1998). Ce nouveau traitement a un impact limité sur le déficit public annuel (75 millions d'euros par an en moyenne sur les 10 dernières années, avec un maximum de 215 millions d'euros en 2015).

Eurostat a, en outre, émis en 2018 une réserve concernant le maintien de l'AFD dans son ensemble pour ce qui est de la dette en dehors du champ des administrations publiques. Eurostat considère en effet qu'au regard de sa gouvernance, l'AFD devrait être classée en administration publique dans la mesure où le conseil d'administration de l'AFD est composé majoritairement de représentants des administrations publiques et de parlementaires. C'est pourquoi l'État devrait dans les mois qui viennent proposer **une modification de la gouvernance de l'AFD et du rôle de l'État dans les prises de décision du conseil d'administration.**

Ces observations s'agissant d'un organisme ne bénéficiant que d'une garantie implicite de l'État pourraient un jour s'étendre à d'autres organismes qui bénéficient de garanties implicites ou explicites de l'État et

dont la gouvernance est marquée par la présence de l'État **comme le fonds d'Épargne** de la Caisse des Dépôts et Consignation (CDC) avec des sommes concernées considérables de l'ordre de 250 milliards bénéficiant d'une garantie de l'État.

C. UN RISQUE DE NOTATION STABLE DANS UN ENVIRONNEMENT INCERTAIN

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

Elles ne s'intéressent pas seulement aux grands indicateurs macroéconomiques comme la croissance ou le déficit public mais **observent dans le détail la solidité des institutions et les réformes sectorielles proposées par le Gouvernement.**

À titre d'exemple, l'agence Moody's entendue l'année dernière par votre rapporteur évalue les émetteurs souverains sur quatre « piliers » : solidité de l'économie, solidité institutionnelle, solidité des finances publiques et susceptibilité au risque d'évènement (c'est-à-dire résilience en cas de choc). L'agence Standard & Poor's Global Ratings évalue les émetteurs souverains sur six « piliers » : institutionnel, économique, externe, budgétaire d'un point de vue de la performance, budgétaire du point de vue de la dette et monétaire.

Les politiques sectorielles ont donc un impact sur la notation française : par exemple, la question de la formation apparaît cruciale dans la mesure où elle a une incidence forte sur le fonctionnement du marché du travail. La note de la dette française dépend donc pour partie des orientations des politiques publiques sectorielles, qui sont traduites dans chacune des missions du budget de l'État.

L'approche est également comparative : les pays sont mis au regard de leurs « pairs ».

La France est considérée par ses agences comme étant très robuste d'un point de vue économique et institutionnel et présente une forte résilience au risque de choc, mais - comparativement à ses pairs - doit faire face à une situation des finances publiques qui apparaît plus problématique.

La faiblesse des efforts de consolidation budgétaire constituerait donc le principal facteur expliquant que la note de la France soit, depuis plusieurs années AA et non plus triple AAA ou AA+. Ainsi, la deuxième dégradation de la note de la France par l'agence Standard & Poor's en 2013, de AA+ à AA, était justifiée pour partie par le fait que « *la marge de manœuvre budgétaire de la France s'est réduite* ».

De ce point de vue, le cadrage macroéconomique du budget 2019 confirme un léger dérapage de la trajectoire de la dette publique par rapport aux prévisions du printemps dernier.

La dette publique devrait atteindre 98,7 % du PIB à fin 2018, au lieu de 96,4 %, annoncé en avril. Elle devrait se stabiliser à ce niveau en 2019 (98,6 %), puis commencer à refluer pour retomber à 92,7 % en 2022. Cette trajectoire est moins rapide que ce qui avait été envisagé lors de la présentation du programme de stabilité dans lequel il était envisagé de voir passer la dette sous les 90 % de PIB.

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

D. UN TRAITEMENT PRUDENTIEL DE LA DETTE SOUVERAINE QUI POURRAIT ÉVOLUER

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

Le traitement prudentiel des titres souverains depuis 1998

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

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

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

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

Cependant, la crise récente a été, en partie, une crise de la dette souveraine et le dispositif prudentiel doit être sensible aux risques. Or le risque souverain, s'il est très faible, n'est pas inexistant et peut être renforcé par la concentration de titres souverains d'un même pays au sein d'un

établissement bancaire. Comme l'a souligné l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution dans ses réponses au rapporteur spécial, « *dans certains cas, les risques auxquels ont été exposées certaines banques ont été amplifiés par une détention excessive de titres souverains à leur bilan* ».

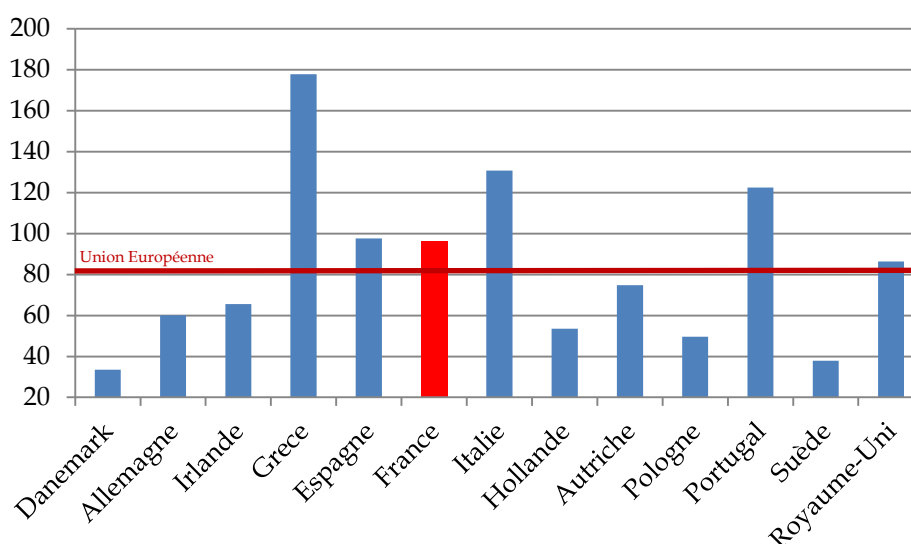
Des évolutions quant au traitement prudentiel de la dette souveraine peuvent donc être attendues – et **leur impact sur le coût de financement de l'État ne doit pas être négligé.**

IV. LA BAISSÉ DU POIDS DE LA DÉPENSE PUBLIQUE DANS L'ÉCONOMIE CONSTITUE DONC UN OBJECTIF INCONTOURNABLE

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

Le poids de la dette publique dans le PIB de la France reste parmi les plus élevés de la zone euro. La dette publique française a ainsi commencé à s'écarter, à compter de 2012-2013, de la trajectoire constatée dans la zone euro et, plus généralement, dans l'Union européenne.

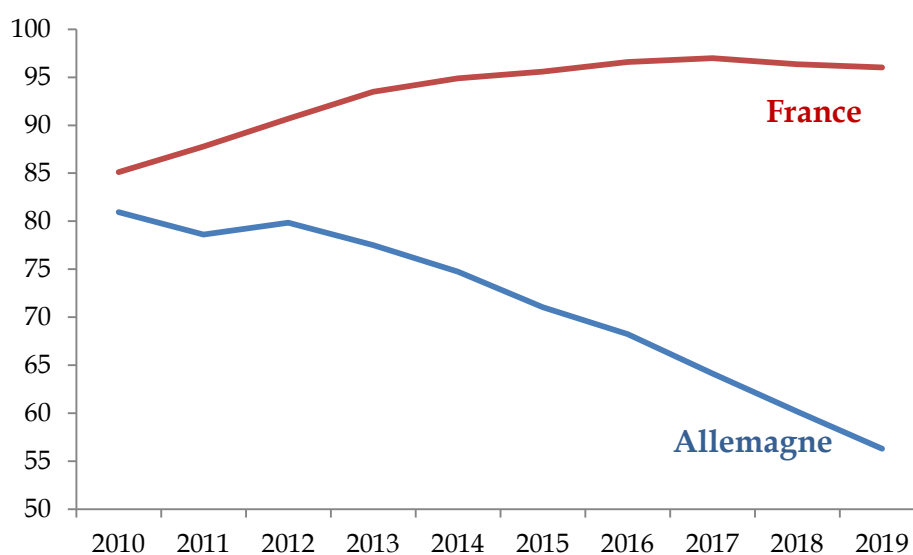
**Dette publique en % du PIB
(comparaison)**



Source Eurostat

En effet, un écart est alors apparu entre le ratio d'endettement de la France et le ratio moyen constaté dans la zone euro. Celui-ci n'a eu de cesse de se creuser jusqu'à présent, d'autant que la part de la dette dans le PIB a commencé à reculer dans la zone euro à partir de 2015, la dette française continuant, elle, à progresser.

Évolution comparée de la dette en % du PIB en France et en Allemagne



Source Eurostat

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

Cette situation présente pour votre rapporteur spécial trois inconvénients majeurs : 1) une injustice intergénérationnelle, l'État vit à crédit sur les générations futures ; 2) un effet d'éviction sur des dépenses budgétaires plus productives telles que les investissements publics ; 3) le niveau de la dette publique diminue nos marges de manœuvres budgétaires en cas d'essoufflement de la croissance dans un contexte international incertain en 2019.

En outre, **le niveau de la dette publique française est un problème évident pour la France, mais c'est aussi un problème pour l'Europe** : la France ne respecte pas les critères de Maastricht, qui devaient permettre aux économies européennes de ne pas connaître de divergence trop marquée.

Une telle différence d'endettement entre les principales économies de la zone euro n'est pas tenable. La divergence avec l'Allemagne constitue une préoccupation majeure dans la perspective d'un approfondissement de la construction européenne.

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

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

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

C'est pourquoi la baisse du poids de la dépense publique dans l'économie constitue un objectif incontournable pour défendre notre compétitivité économique et préserver notre modèle de services publics.

Le Gouvernement doit se fixer comme ambition dans chaque secteur une amélioration du rapport coût/résultat des services publics français et revoir à la hausse les ambitions du comité Action Publique 2022.

V. POUR LA MISE EN ŒUVRE DE MESURES DE FINANCEMENT DES DEPENSES PUBLIQUES MUTUALISÉES DANS LA CADRE DE LA ZONE EURO

Si le déficit budgétaire, qui détermine largement l'évolution du besoin de financement de l'État, doit évidemment être maîtrisé, il faut réfléchir dès maintenant à des solutions innovantes, non conventionnelles, mutualisées au niveau de la zone euro.

La zone euro paraît constituer le bon échelon de décision et de mise en œuvre de telles mesures dans la mesure où les économies européennes sont d'ores et déjà liées par le marché commun et, par une monnaie commune.

Trois principales pistes paraissent devoir être creusées.

Tout d'abord, pourrait être envisagée la création d'un ou de plusieurs fonds sectoriels (en matière de défense, d'énergie, d'agriculture...), abondés par les États membres, qui refinanceraient certaines dettes de façon mutualisée, par exemple la dette de défense – c'est notamment la proposition

mise en avant par Thierry Breton lors de son audition du 9 mars 2016 à la commission des affaires étrangères du Sénat.

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

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

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

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

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

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

SECONDE PARTIE LES AUTRES PROGRAMMES ET COMPTES SPECIAUX

I. LES AUTRES PROGRAMMES : DES MONTANTS PLUS FAIBLES MAIS DES ÉVOLUTIONS SIGNIFICATIVES EN 2019

A. PROGRAMME 114 « APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT » : UNE HAUSSE TRÈS MARQUÉE DES CRÉDITS LIÉE À UNE MESURE DE PÉRIMÈTRE

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

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

(en millions d'euros)

	LFI 2018		PLF 2019	
	AE	CP	AE	CP
Action 1 - Agriculture et environnement	0,9	0,9	0,9	0,9
Action 2 - Soutien au domaine social, logement, santé	38,29	38,29	53	53
Action 3 - Financement des entreprises et industries	1,4	1,4	1,4	1,4
Action 4 - Développement international de l'économie française - BPI AE	63	63	69,5	69,5
dont assurance-crédit				
dont assurance prospection	32	32	43,5	43,5
dont garantie change	1	1	1	1
dont garantie risque				
dont garantie taux intérêt				
dont risque exportateur	30	30	25	25
Action 5 - Autres garanties	0,5	0,5	0,5	0,5
TOTAL	104,09	104,09	125,3	125,3

Source : commission des finances du Sénat, à partir du projet annuel de performances de la mission « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2019

Le programme « Appels en garantie de l'État » enregistre une forte augmentation entre 2018 et 2019, passant de **104 millions d'euros à 125 millions d'euros sachant qu'il était de 27 millions en 2017.**

La majeure partie de la hausse en 2018 était due à une mesure de périmètre liée à la création de l'action « Développement international de l'économie française » en 2018.

Jusqu'en 2016, ces garanties étaient gérées directement par **Coface**. Elles sont désormais assurées par la Banque publique d'investissement (Bpi).

Les évolutions les plus significatives entre la LFI 2018 et le PLF 2019 concernent les actions 2 et 4.

Les crédits inscrits sur l'action 2 permettent le financement des appels en garantie concernant les secteurs de l'action sociale, du logement et de la santé, parmi lesquels figurent les dispositifs suivants :

- Les prêts à l'accession sociale (PAS) et les prêts à taux zéro (PTZ, NPTZ, PTZ+, éco-prêt) : ces dispositifs accordés par les établissements de crédit et contre-garantis par l'État dans le cadre de son action en faveur du logement, sont gérés par la SGFGAS (Société de Gestion des Financements et de la Garantie de l'Accession Sociale à la propriété) pour le compte de l'État ;

- Les fonds d'épargne : la dépense budgétaire au titre de cette action concerne uniquement les prêts garantis dans le cadre du FGAS. Les montants des prêts garantis étant en progression, une hausse de la sinistralité est constatée. La progression de la sinistralité est également liée à la conjoncture (depuis 2010, le nombre de sinistres augmente de manière continue et cette hausse s'est poursuivie jusqu'en 2017).

La sinistralité reste néanmoins très faible au regard de l'encours de prêts garantis : le taux de sinistralité s'est élevé à 0,05 % en 2017 (contre 0,04 % en 2016) et touche davantage les générations récentes de prêts.

La prévision des dépenses pour 2018 au titre de la sinistralité des prêts garantis, PAS, PTZ et Eco-PTZ, s'élève à 38,3 millions d'euros. La prévision pour 2019 s'élève à 53 millions d'euros, correspondant au tendanciel des dépenses constatées jusqu'à fin 2017 et prenant en compte une possible augmentation de la sinistralité en 2019 (sur la base des chiffres 2017). Le nombre moyen de sinistres déclarés a toutefois diminué début 2018, sans que la raison du ralentissement ne soit à ce stade identifiée.

L'action 4 regroupe des dispositifs de garantie permettant aux entreprises de mieux faire face aux risques liés à leur développement à l'international. Elle se décompose en domaines, qui correspondent chacun à un instrument (ou type d'instrument) mis à la disposition des exportateurs par l'État. Ces garanties publiques sont pour eux des instruments essentiels qui couvrent des risques que le marché privé ne peut pas prendre en charge.

En 2019, l'assurance prospection et la garantie du risque exportateur connaissent les évolutions significatives suivantes :

- L'assurance prospection

Le lancement de la nouvelle assurance prospection en 2018 va conduire à une hausse faciale des dépenses à court terme dès lors que 50 % des dépenses de prospection couvertes sont maintenant avancées, générant un accroissement du déficit à court terme.

À long terme, sur l'ensemble du cycle de vie du produit, de 7 à 9 ans, les dépenses associées ne devraient toutefois pas augmenter; elles pourraient même légèrement diminuer grâce à l'instauration d'un remboursement forfaitaire minimal de 30 %, même en cas d'échec de la prospection. Ainsi, au vu des premiers retours relatifs à la dynamique de distribution de la nouvelle assurance prospection en 2018, il est prévu 43,5 millions d'euros de crédits en 2019 pour combler le déficit enregistré au titre de l'exercice 2018.

- La garantie du risque exportateur

Cette sous-action regroupe les produits « garantie des cautions » et « garantie des préfinancements » : la garantie des cautions permet à un exportateur d'honorer un contrat à l'international en fournissant à ses banques une garantie sur les cautions à émettre dans le cadre de ce contrat (cautions de soumission, de bonne fin et de restitution d'acomptes) et exigées par l'acheteur.

L'État assure la banque émettrice de la caution contre le risque de défaillance de l'entreprise exportatrice ; la garantie des préfinancements couvre un prêt consenti par une banque pour financer le lancement d'un contrat export. Ce prêt peut servir à acheter des équipements, des matières premières ou financer toute autre dépense nécessaire à la réalisation du contrat.

L'exercice 2018 pourrait voir plusieurs sinistres importants à indemniser conduisant à prévoir 25 millions d'euros de crédits en 2019.

B. PROGRAMME 145 « ÉPARGNE » : DES CRÉDITS EN BAISSÉ, LA SUPPRESSION PRÉVUE DU RÉGIME FISCAL DÉROGATOIRE DE L'ÉPARGNE LOGEMENT

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

Les crédits de ce programme sont en baisse de 18 % pour l'année 2018.

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

L'estimation du Gouvernement se fonde sur la suppression de **la prime pour tout nouveau CEL ou PEL ouvert à compter du 1^{er} janvier 2018.**

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

L'évolution de la dépense au titre des primes d'épargne-logement a baissé régulièrement au cours de la période récente. La même tendance se poursuit en 2018 d'où la diminution de 31,7 % des crédits inscrits dans le projet de loi de finances pour 2019.

Globalement et à périmètre inchangé, le montant des crédits inscrits en LFI du programme 145 a baissé de 22 % en 2018 par rapport à 2017 et devrait poursuivre sa baisse en 2019 par rapport à 2018. L'évolution entre 2018 et 2019 est retracée dans le tableau ci-après.

Cette baisse de la dépense des primes d'épargne-logement résulte de plusieurs facteurs mais principalement de la préférence des titulaires de PEL pour l'épargne. Par ailleurs la réforme de l'épargne-logement de mars 2011 conditionne le versement de la prime à la souscription d'un prêt d'épargne-logement de 5 000 euros minimum, alors que les taux d'intérêt des prêts PEL restent supérieurs aux taux des prêts libres.

La suppression de la prime d'épargne adoptée en LFI 2018 n'a en revanche pas d'impact sur le montant des primes versées en 2019 (obligation pour l'épargnant de conserver pendant une durée minimale son épargne logement).

Évolution des crédits du programme 145 « Épargne »

(en euros)

Programme 145 "Epargne"	LFI 2018		PLF 2019		Evol en %	
	AE	CP	AE	CP	AE	CP
Action 1 - Epargne logement	148 921 752	148 921 752	101 501 941	101 501 941	-31,8%	-31,8%
Frais de gestion (Titre 3)	1 347 213	1 347 213	1 501 941	1 501 941	11,5%	11,5%
<i>Frais de gestion du Crédit Foncier</i>	550 019	550 019	551 941	551 941	0,3%	0,3%
<i>Frais de gestion de la SGFGAS sur l'épargne logement</i>	797 194	797 194	950 000	950 000	19,2%	19,2%
Primes d'épargne-logement (Titre 6)	147 574 539	147 574 539	100 000 000	100 000 000	-32,2%	-32,2%
<i>Primes liées aux comptes épargne logement "CEL"</i>	500 000	500 000	300 000	300 000	-40,0%	-40,0%
<i>Primes liées aux plans d'épargne logement "PEL"</i>	147 074 539	147 074 539	99 700 000	99 700 000	-32,2%	-32,2%
Action 2 - Instrument de financement du logement	1 072 000	1 072 000	880 000	880 000	-17,9%	-17,9%
Commission de gestion du CFF sur prêts dans les DOM "Prêts spéciaux" (Titre 3)	434 000	434 000	334 000	334 000	-23,0%	-23,0%
Frais de gestion de la SGFGAS sur les prêts conventionnés (Titre 3)	89 000	89 000	120 000	120 000	34,8%	34,8%
Bonification d'intérêts sur des prêts relevant de régimes antérieurs à 1977 (Titre 6)	549 000	549 000	426 000	426 000	-22,4%	-22,4%
Total programme 145	149 993 752	149 993 752	102 381 941	102 381 941	-31,7%	-31,7%

Source : PLF 2019

Le programme 145 se décompose en deux actions :

- l'action 1 retrace la dépense de primes d'épargne-logement versées aux titulaires de CEL et de PEL, des frais au CFF pour la gestion des primes qui comportent des charges de personnel, des charges générales (loyers et charges sur locaux, téléphonie...), des coûts de fonctionnement (fournitures, documentation, frais postaux...), et des coûts liés aux développements informatiques, les frais de gestion de la Société de gestion des financements et de la garantie à l'accession sociale à la propriété (SGFGAS) pour l'animation réglementaire, le reporting statistique et le contrôle des opérations d'épargne-logement ;

- l'action 2 concerne d'une part les dépenses de l'État en faveur du secteur aidé, dispositif ancien et en voie d'extinction de prêts à l'accession sociale distribués et gérés par le Crédit Foncier et d'autre part le remboursement des frais de la SGFGAS pour le contrôle des prêts conventionnés.

II. LES COMPTES SPÉCIAUX

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En 2019, les avances devraient s'élever à 11,4 milliards d'euros, soit 5 milliards d'euros de moins qu'en 2018 en raison d'une modification des règles relatives à la PAC.

B. LE COMPTE D'AFFECTION SPECIALE « PARTICIPATION DE LA FRANCE AU DÉSENETTEMENT DE LA GRÈCE »

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

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

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

(en millions d'euros)

	2018	2019	Évolution 2018/2019
Dépenses			
Versement de la France à la Grèce des revenus perçus sur les titres grecs	167,3	125,7	- 25 %
Rétrocession de trop-perçus à la Banque de France	0	0	0%
Total des dépenses	167,3	125,7	- 25 %
Recettes			
Produit des contributions de la Banque de France	148	118	-20%
Solde	- 56	-7,7	86 %

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

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

Ainsi, les banques centrales reversent aux États les revenus qu'elles tirent des obligations grecques détenues au titre du programme pour marchés de titre (SMP), au prorata de leur quote-part au capital de la Banque centrale européenne (BCE). Ces revenus seront ensuite restitués à la Grèce.

L'accord de l'Eurogroupe du 22 juin 2018 prévoit de rétrocéder à la Grèce les profits SMP au titre de l'année 2014, déjà transférés sur le compte dédié du MES, ainsi que les revenus SMP et des titres grecs détenus en compte propre (ANFA, « Agreement on Net Financial Assets ») à partir de l'année 2017.

Ces revenus seraient reversés à la Grèce deux fois par an, en juin et décembre, entre décembre 2018 et juin 2022. Les versements seraient faits depuis le compte dédié du MES par tranches d'égal montant, sous réserve que la Grèce remplisse bien les conditions fixées sur la période post-programme.

La mise en œuvre de ces conditions est vérifiée dans le cadre du régime de surveillance renforcée qui s'applique à la Grèce depuis le 31 août 2018.

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

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

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

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

Eu égard aux niveaux importants de réserves détenues par les banques centrales de la zone franc et à la très faible probabilité d'appel en garantie de l'État qui en résulte, cette mission n'est dotée d'aucun crédit pour 2019 et ne fait d'ailleurs pas l'objet d'un projet annuel de performances annexé au présent projet de loi de finances.

LES MODIFICATIONS APPORTÉES PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

En première délibération, l'Assemblée nationale n'a pas adopté de modification. En seconde délibération, l'Assemblée nationale a minoré les crédits de la mission de 500 000 euros sur 42,47 milliards d'euros.

EXAMEN DE L'ARTICLE RATTACHÉ

ARTICLE 77

Participation française à l'augmentation de capital sujet à appel de la Banque européenne d'investissement

Commentaire : le présent article vise à autoriser le ministre chargé de l'économie à souscrire à une augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement à hauteur de 6,9 milliards d'euros du capital sujet à appel.

I. LE DROIT EXISTANT

Le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne prévu le 30 mars 2019 implique son retrait du capital de la Banque européenne d'investissement. Il en résulte pour cette dernière une diminution du capital appelé à hauteur de 3,5 milliards d'euros et du capital callable pour un montant de 35,7 milliards d'euros, soit un total de capital souscrit de 39,2 milliards d'euros.

En l'absence de mesure compensatoire, ce départ remettrait en cause la capacité de la banque à remplir ses objectifs de politique et serait aussi perçu, notamment par les agences de notation, comme un affaiblissement du soutien de ses actionnaires susceptible de fragiliser son modèle économique et financier.

L'opération de remplacement du capital souscrit britannique proposé repose ainsi, d'une part, sur l'incorporation au capital appelé d'une partie des réserves de la banque à hauteur de 3,5 milliards d'euros et, d'autre part, sur une augmentation du capital sujet à appel des 27 États membres à hauteur de leur nouvelle part dans le capital total.

Le capital souscrit de la Banque européenne d'investissement s'élève aujourd'hui à 243,3 milliards d'euros. Ce niveau de capital correspond à la somme des souscriptions initiales des États membres actionnaires fondateurs de la banque et des augmentations successives intervenues depuis, à l'occasion (i) de souscriptions ultérieures des pays actionnaires, (ii) de l'adhésion à l'Union européenne de nouveaux États membres (entraînant pour chacun d'entre eux une prise de participation dans le capital de la BEI en proportion du poids relatif de leur PIB national à l'intérieur de l'Union), et (iii) de l'incorporation d'une partie des réserves dans le capital de la banque. À ce jour, le capital appelé est statutairement fixé à 8,92 % du capital souscrit qui passerait à 19,20 %.

L'opération de remplacement du capital britannique doit permettre à la Banque européenne d'investissement de faire face aux conséquences du retrait de l'un des quatre principaux actionnaires de la BEI.

Quelle que soit l'issue de la négociation sur l'accord de retrait, avec le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne en mars 2019, il résultera une diminution du capital appelé (3,5 milliards d'euros) et du capital callable britannique (35,7 milliards d'euros) de la BEI, soit environ 39,2 milliards d'euros au total.

Compte tenu du cadre prudentiel de la BEI et plus particulièrement de l'article 16.5 de ses statuts, cette réduction du capital impliquerait mécaniquement une réduction significative de sa capacité de prêt de 2,5 fois le montant du capital souscrit britannique (soit une réduction de l'encours maximum d'environ 100 milliards d'euros) et limiterait à 42 milliards d'euros par an à court terme (2018 et 2019) puis à 55 milliards d'euros par an à moyen terme son volume d'activité, à comparer aux 70 milliards d'euros de volume d'activité en 2017 en termes d'engagements (signatures de projets).

II. LE DISPOSITIF PROPOSÉ

Le présent article vise à autoriser pour la France une opération de remplacement du capital britannique qui consisterait, d'une part, en une incorporation au capital appelé d'une partie des réserves de la BEI (à hauteur du montant du capital appelé britannique, soit 3,5 milliards d'euros) et, d'autre part, en une augmentation du capital callable des 27 États membres (à hauteur du capital callable britannique, soit 35,7 milliards d'euros).

L'augmentation du capital sujet à appel des 27 États membres doit permettre d'assurer le respect des ratios prudentiels qui s'appliquent à la BEI ainsi que le niveau de son volume d'activité pour les prochaines années.

Cette opération est de nature à permettre à la banque de conserver son modèle économique qui repose notamment sur sa notation AAA fixée par les agences de notation.

Elle permettra également de maintenir un niveau d'activité proche de celui antérieur au retrait britannique, sans remettre en cause de façon substantielle ni l'activité dans les 27 États membres dont la France, ni les activités réalisées par la BEI au service des objectifs de l'Union.

À titre d'exemple s'agissant de la France, en 2017, le groupe BEI a approuvé 8,6 milliards d'euros dans l'Hexagone pour un total de 105 opérations de financement. Par ailleurs, 30 000 PME et ETI, qui emploient 175 000 personnes, ont bénéficié de garanties du fonds européen d'investissement (FEI), filiale de la BEI en charge du soutien au financement des PME par prise de participation ou par garantie dans des fonds d'investissement.

Sur les 8,6 milliards d'euros de financements approuvés par la BEI en France en 2017, 40 % l'ont été au titre du fonds européen pour les investissements stratégiques (« plan Juncker »), soit un total de 4,7 milliards d'euros dans des secteurs variés. Depuis le lancement du « plan Juncker » en 2015, la France se positionne comme le principal bénéficiaire en volume du fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) avec 9,5 milliards d'euros approuvés au total (à fin avril 2018) pouvant produire 42 milliards d'euros d'investissements. Grâce à l'appui du FEIS, la BEI s'est ainsi engagée en France dans des projets industriels pour de grandes contreparties, mais aussi plus largement pour des projets de plus petites tailles, à caractère plus risqué et soutenant des objectifs économiques stratégiques pour l'avenir de la France tels que le soutien à l'innovation ou encore l'action climatique.

Cette opération s'inscrit ainsi plus largement dans l'engagement pris par les chefs d'État à Bratislava le 16 septembre 2016 de prendre toute mesure nécessaire afin d'éviter que le retrait britannique n'ait un impact négatif sur l'une des politiques ou des institutions de l'Union.

Toute augmentation de capital doit faire l'objet d'une proposition adoptée par le Conseil d'administration de la banque et, ensuite, être approuvée à l'unanimité du Conseil des gouverneurs (auquel siègent les ministres des finances).

La proposition d'augmentation du capital appelable des 27 États membres, en remplacement du capital appelable britannique, a ainsi été présentée pour approbation au Conseil d'administration de la BEI du 17 juillet 2018. Le Conseil des gouverneurs de la banque a été saisi de cette proposition, dans le cadre d'une procédure écrite, aux fins de l'approuver.

Il est prévu que chacun des États membres y souscrive, avec effet au plus tard à la date effective du retrait du Royaume-Uni de l'Union, le 30 mars 2019.

III. LA POSITION DE VOTRE COMMISSION DES FINANCES

Le dispositif proposé permet de limiter l'effet induit par le retrait du Royaume-Uni sur l'activité de la BEI.

Le montant de cette augmentation de capital est considérable, mais ne concerne pas le capital appelé qui conduirait à une dépense publique immédiate, mais le capital sujet à appel. Les circonstances dans lesquelles la BEI serait susceptible d'avoir recours au capital appelé sont rares. Cette procédure à laquelle la banque n'a jamais eu recours depuis sa création a vocation à couvrir une situation où l'institution serait en difficulté majeure.

L'appel par la BEI du capital appelable est prévu par l'article 5 alinéa 3 des Statuts de la Banque : « *Le Conseil d'administration peut exiger le*

versement du solde du capital souscrit pour autant que ce versement soit rendu nécessaire pour faire face aux obligations de la Banque. Le versement est effectué par chaque État membre proportionnellement à sa quote-part du capital souscrit. »

Il convient de noter que le Conseil d'Administration et le comité interne de suivi des risques de la Banque ont vocation à prévenir ce type de situation en étant très vigilants sur le niveau de capital de la Banque en rapport à ses engagements. La Banque assure ainsi une gestion prudente des principaux ratios prudentiels, de telle sorte que l'appel du capital callable constitue une hypothèse très peu probable voire théorique, sachant que des mesures correctrices seraient prises avant de se retrouver dans une situation où un appel du capital callable deviendrait nécessaire. De fait, depuis la création de la Banque en 1958, le cas d'appel du capital callable ne s'est jamais présenté.

Dans le cas d'une banque multilatérale publique, comme celui de la BEI, le capital callable a un rôle important puisqu'il permet de manifester, en plus du capital appelé réellement versé, le soutien des actionnaires et constitue ainsi un élément important de l'évaluation de la solidité financière de la Banque.

On peut considérer que de fait, l'engagement demandé s'apparente *de facto* à une garantie, même si juridiquement elle relève plus de la convention financière entre la France et la BEI.

Sans incidence sur les finances publiques, cette mesure n'en n'est pas moins essentielle pour son évaluation par les agences de notation notamment et donc par les investisseurs qui achètent les obligations émises par la BEI dans la mesure où elle a pu ainsi se prévaloir d'un capital callable de plus de 221 milliards d'euros liés aux engagements des différents États membres.

Dès lors que le présent article tend exclusivement à permettre une hausse de la participation de la France au titre du capital callable de la Banque européenne d'investissement sans devoir procéder à une augmentation du capital appelé, celui-ci est en effet sans incidences budgétaires ni sur la dette ni sur le déficit.

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

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mercredi 17 octobre 2018, sous la présidence de M. Vincent Éblé, président, la commission a examiné le rapport de Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial, sur la mission « Engagements financiers de l'État ».

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. – Nous examinons la mission « Engagements financiers de l'État » et les comptes spéciaux qui lui sont associés. Ce rapport est stratégique, car il s'agit du troisième budget de l'État. Cette mission recouvre essentiellement les crédits alloués au paiement de la charge de la dette. Nous consacrons plus au service de la dette qu'à la plupart de nos politiques publiques. Ces quelque 40 milliards d'euros rémunèrent les créanciers qui ont bien voulu prêter à un État, la France, qui, de façon structurelle, dépense plus qu'il ne gagne. Comme le souligne le Haut Conseil des finances publiques, « la France n'aura pas encore amorcé, à l'horizon de 2019, le mouvement de réduction de son ratio de dette publique par rapport au PIB, à la différence de la quasi-totalité des pays européens ». En résumé, notre dette publique représente 10 points de PIB de plus que la moyenne européenne. On peut se rassurer en regardant au Sud : la Grèce, l'Italie, le Portugal, mais chacun sait que notre ambition est de nous comparer à l'Allemagne. Et là, l'histoire est tout autre ! Le décrochage ne cesse de s'accroître.

La portée de notre travail sur cette mission est cependant limitée, car nous enregistrons ici une dépense plus que nous ne l'autorisons. La charge de la dette fait l'objet de crédits évaluatifs et non pas limitatifs. Nous votons donc non pas des plafonds de crédits juridiquement contraignants, mais de simples prévisions.

La charge d'intérêts de la dette de l'État inscrite dans cette mission devrait s'élever à 42,2 milliards d'euros en 2019, soit une augmentation de l'ordre de 1,7 % entre 2018 et 2019. L'État français vit à crédit et la facture augmente ! L'encours de la dette négociable de l'État, qui représente plus des trois quarts de cette dette, devrait atteindre plus de 1 800 milliards d'euros en 2019, en croissance de 4,7 % par rapport à fin 2018, soit plus de 80 milliards d'euros supplémentaires. C'est presque deux fois le budget de la Défense. Les chiffres sont là : la dette publique, qui était à peine au-dessus du seuil de 60 points de PIB en 2007, a augmenté de plus de 30 points en dix ans. C'est considérable. Le ministre Bruno Le Maire l'a souligné lui-même

devant nous, c'est « un poison lent pour notre économie et les générations futures » ; mais on ne devrait pas s'y habituer...

La dérive de la dette publique n'est pas enrayerée. L'endettement public atteint 98,7 % du PIB en 2018. Le projet de loi de finances indique qu'il devrait atteindre 98,6 % du PIB en 2019. On frôle les 100 % de PIB... C'est alarmant. L'Allemagne va revenir sans doute dès cette année sous la barre des 60 % de PIB de dette publique, en se tenant depuis la sortie de la crise financière de 2008 à sa stratégie du « *Die schwarze Null* » (équilibre budgétaire sans nouvelles dettes). Il serait bon que la France trouve une règle d'or qu'elle appliquerait vraiment ! Dans ce contexte, il convient plus que jamais de remettre l'accent sur les quatre principaux risques qui pourront conduire à revoir à la hausse la charge de la dette pour 2019. Le premier risque est une remontée des taux d'intérêt car cela reste soutenable tant que les intérêts sont bas, voire négatifs ; mais les intérêts vont finir par remonter, la question est dans quelle proportion ! À force de crier au loup, on a fini par oublier le risque. Les agences de notation ne semblent pas inquiètes pour la dette française, en tout cas beaucoup moins que votre rapporteur... Avec la hausse des taux, la charge de la dette progressera – d'autant plus vite que la maturité moyenne de la dette française n'est pas extrêmement élevée par comparaison avec d'autres pays. Elle s'élève à environ 7 ans et demi en France, contre 14 ans au Royaume-Uni, par exemple.

D'après les simulations de l'Agence France Trésor, une hausse d'un point de pourcentage, toute chose égale par ailleurs, aura un coût cumulé de près de 35 milliards d'euros après cinq ans, un chiffre à rapprocher des 40 milliards d'euros de la mission. La charge de la dette est actuellement le troisième poste budgétaire, mais, dans ces conditions, son rang risque de remonter. Évidemment, si cette augmentation d'un point des taux d'intérêt s'accompagne d'une augmentation du taux de croissance à due concurrence, la situation serait très différente. Un point de croissance supplémentaire, c'est ce que l'on peut souhaiter ! Mais, pour l'instant, on a surtout assisté à des révisions à la baisse des prévisions de croissance...

Deuxième risque : les engagements hors bilan de l'État qui constituent l'ensemble des obligations potentielles de l'État liées, notamment, à des opérateurs qui bénéficient de la garantie implicite ou explicite de l'État. Tous les engagements hors bilan n'ont pas vocation à se traduire par des dépenses, mais il s'agit d'un risque qui pèse bel et bien sur le niveau de la dette. À titre d'exemple, la dette publique affichée en comptabilité nationale a été significativement affectée par la reprise de la dette de la SNCF. La SNCF porte en effet une dette conséquente, de plus de 46 milliards d'euros en 2017, dont 39 milliards ont été intégrés dans la dette des administrations publiques en 2017. Je me permets d'attirer votre attention et celle de notre rapporteure spéciale du budget des transports terrestres sur la nécessité, pour les pouvoirs publics, de clarifier rapidement les modalités du transfert de cette dette à l'État.

Troisième risque : le risque de notation. Les agences de notation ne sont pas inquiètes, mais elles ne l'étaient pas non plus en 2008... Elles sont plutôt préoccupées par la situation en Italie et les prochaines élections européennes, car, si les eurosceptiques l'emportent, cela aura nécessairement des conséquences sur les politiques nationales. Elles estiment que la France est capable d'assumer la charge de la dette. Ce contexte international pourrait cependant peser sur la notation de notre dette.

Enfin, le quatrième risque concerne une évolution possible du traitement prudentiel des dettes souveraines.

Dans ce contexte peu réjouissant, que faire ? Face à la réalité de la dette, on peut faire le choix d'augmenter les prélèvements...

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général. - Non, cela suffit !

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. - Absolument ! On peut aussi baisser la dépense publique, mais, pour l'instant, les tentatives du Gouvernement sont timides. On peut et on doit surtout en améliorer l'efficacité. Le Gouvernement gagnerait, de ce point de vue, à se fixer dans chaque secteur une ambition plus forte pour améliorer le rapport entre le coût et le résultat. Je pense que l'on gagnerait à revoir à la hausse les ambitions du comité Action publique 2022 en matière de réforme de l'État. Les agences de notation estiment qu'il est trop tôt pour porter un jugement, car le Gouvernement n'est en place que depuis un an ; elles évalueront la situation dans deux ou trois ans. Le Gouvernement affiche sa volonté de réduire la dette publique, mais les privatisations ne seront qu'une goutte d'eau face à l'océan de la dette...

Le niveau de la dette publique française est un problème évident pour la France, mais c'est aussi un problème pour l'Europe. Je propose de réfléchir à des solutions européennes mutualisées et innovantes de financement des dépenses publiques sous la forme de fonds sectoriels sur des sujets tels que la défense ou la sécurité, ou au travers de la création d'emprunts mutualisés. Je ne sous-estime ni les questions techniques ni les enjeux politiques que ces propositions soulèvent. Mais il me paraît urgent d'ouvrir le débat.

Au total, je vous propose l'adoption des crédits de la mission et des comptes spéciaux. Je préconise, par ailleurs, d'adopter l'article 77 rattaché à cette mission. Cet article autorise le ministre chargé de l'économie à souscrire à une augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement (BEI). Il s'agit de faire face aux conséquences du Brexit sur le capital de la BEI. Dans la mesure où cet article tend exclusivement à permettre une hausse de la participation de la France au titre du capital callable de la Banque européenne d'investissement, sans devoir procéder à une augmentation du capital appelé, il sera sans incidence sur la dette ni sur le déficit. Cette mesure n'en est pas moins essentielle pour son évaluation

par les agences de notation, notamment par les investisseurs qui achètent les obligations émises par la BEI. Je ne vois aucune raison de s'y opposer.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général. – Le pire n'est jamais sûr ; néanmoins tous les éléments tendent à renforcer l'hypothèse d'une hausse des taux d'intérêt : la politique américaine, la fin du *Quantitative Easing* – assouplissement quantitatif – de la BCE, etc. Cette hausse aurait un impact considérable sur notre budget compte tenu de la maturité de la dette française. Le surcoût de 35 milliards d'euros sur cinq ans concerne-t-il seulement la dette de l'État, qui est gérée par l'Agence France Trésor (AFT), ou inclut-il la dette des organismes de la sécurité sociale ?

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. – Il s'agit de la dette de l'État.

M. Michel Canévet. – Ce rapport nous éclaire, à défaut de nous rassurer... Peut-on s'attendre à une remontée significative des taux d'intérêt en 2019 ? Quel sera l'impact sur notre dette l'année prochaine, alors que notre croissance économique n'est pas aussi bonne que prévu ?

M. Philippe Dallier. – Philippe Marini, il y a déjà quelques années, parlait de l'insoutenable légèreté de la dette... Le constat n'a pas changé ! La dette a explosé. Heureusement, les taux d'intérêt restent bas, mais, lorsqu'ils remonteront, ce sera douloureux pour l'État, les collectivités territoriales et tous les Français, alors que la dette avoisine déjà les 100 % du PIB. Une hausse de 100 points de base des taux d'intérêt aurait un coût cumulé de 14 milliards d'euros après trois ans. Or une hausse de 100 points de base, ce n'est pas considérable, si l'on songe à ce qui se passe en Italie ou aux États-Unis. En cas de choc plus sévère, la hausse des taux pourrait être beaucoup plus importante.

La maturité de la dette française n'est pas très élevée, inférieure à celle de beaucoup d'autres pays. Ne faudrait-il pas allonger cette maturité par sécurité, pour profiter des taux bas et anticiper une éventuelle hausse des taux ?

M. Roger Karoutchi. – Je ne sais pas si l'on peut s'habituer aux poisons lents. N'est pas Mithridate qui veut et même pour lui, cela s'est mal terminé...

Les reversements à la Grèce découlent des accords de 2012. Ils sont liés aux contrôles européens et aux garanties que donne la Grèce. Que se passera-t-il si la Grèce ne tient plus ses engagements ? Les reversements s'arrêteront-ils ou bien continueront-ils jusqu'en 2022 ?

M. Éric Bocquet. – La dette est la clef de voûte de toutes les réflexions et de tous les débats. Pourquoi comparer la dette au PIB d'une année ? Ne vaudrait-il pas mieux comparer la dette à l'actif de la Nation, incluant les particuliers et les entreprises ? Cela modifierait sans doute un peu le regard sur la réalité de la dette.

Chaque année on tient un discours catastrophiste, même si notre rapporteur le fait avec beaucoup d'enthousiasme. On en viendrait presque à vouloir ouvrir la fenêtre pour sauter et quitter ce monde voué à la disparition...Un bébé qui naît aujourd'hui aurait plus de 30 000 euros de dettes. À cause évidemment de ses parents qui ont voulu les 35 heures ou les congés payés... mais imaginez maintenant que l'évasion fiscale s'élève en France à 80 milliards d'euros. Ce chiffre n'est pas totalement pris au hasard...

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. – Absolument !

M. Éric Bocquet. – Comme on compte 800 000 naissances chaque année en France, cela signifie que chaque nouveau-né dispose en fait d'un crédit de 100 000 euros supplémentaires sur son compte, soit un solde net de 70 000 euros !

Les élections européennes semblent inquiéter les marchés et les agences de notation. Cela me laisse sceptique. Ainsi, au Brésil, quand le candidat populiste, voire, disons-le, fasciste, a dépassé les 30 % dans les sondages, la bourse a monté, car il a annoncé des privatisations et de nouvelles dérégulations du secteur financier. Cela a rassuré les marchés. Peu importe que ce soit un fasciste qui dirige le pays, pourvu que le *business* continue !

Enfin, en Allemagne, la dette se dit *Schulden*. Or *Schuld* signifie aussi culpabilité, comme si la dette était une faute morale...

M. Marc Laménie. – Le montant atteint par le programme 117 est inquiétant, avec une charge de la dette qui s'élève à 42 milliards d'euros, tandis que les perspectives ne sont pas rassurantes. Ma question porte sur les engagements hors bilan. La commission des finances avait demandé un rapport à la Cour des comptes sur ce sujet. La Cour fait état d'une progression des engagements de retraite de 588 milliards d'euros entre 2007 et 2012. À quoi correspond ce chiffre ?

M. Patrice Joly. – En se focalisant sur la dette publique, on ne prend pas en compte l'ensemble de l'endettement des Français. Si l'on additionne la dette publique et la dette privée, le total représente 240 % du PIB au Royaume-Uni, 256 % aux États-Unis, 230 % en France, 171 % en Allemagne. La situation de la France n'est donc pas catastrophique. La répartition entre la dette publique et la dette privée tient à notre modèle socio-économique, qui n'a finalement pas donné de si mauvais résultats... Discuter du financement sans discuter des politiques financées, c'est amputer la discussion !

En outre, certaines conventions comptables sont discutables : ainsi est-il justifié de placer en dépenses de fonctionnement les dépenses de formation, alors que celles-ci contribueront à améliorer la productivité sur le long terme ? Tout cela fausse le débat.

M. Jérôme Bascher. – Le rapport sous-estime la menace. Les chiffres indiquent la dette brute. Je crains que les chiffres de la dette nette ne soient pires encore. En dépit des privatisations et de la vente des bijoux de famille, notre dette a continué à augmenter et nous nous sommes appauvris. C'est paradoxal. A-t-on aujourd'hui les moyens de rembourser la dette ? Le directeur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, s'inquiétait de la progression de la dette mondiale, publique et privée, qui était passée de 210 % à 240 % du PIB mondial en cinq ans. Je crains un risque systémique.

Nathalie Goulet évoque des emprunts européens. Mais ce serait une catastrophe pour la France. Nous empruntons à des taux historiquement bas, voire négatifs sur certaines échéances. La gestion de la dette française est bonne. Notre notation par les agences de notation figure parmi les meilleures du monde et nous permet d'emprunter à des taux très bas, à l'inverse de l'Italie. Mutualiser notre dette dans des *eurobonds* aurait pour effet d'augmenter nos taux d'emprunt. Est-ce vraiment une bonne idée ?

M. Emmanuel Capus. – Je partage l'analyse de notre rapporteur spécial. La réduction de la dette doit être notre impératif. Mais nous devons aussi l'avoir à l'esprit lorsque nous examinons les crédits de chaque mission ; on est parfois un peu schizophrènes à cette occasion, voire plus...

Les appels en garantie de l'État augmentent fortement passant de 27 millions d'euros en 2017 à 125 millions en 2019. Pourquoi ? Cette tendance va-t-elle se poursuivre ? Ne faudrait-il pas prévoir un mécanisme d'alerte du Parlement, comme l'a préconisé la Cour des comptes, lorsque les appels en garantie dépassent un certain seuil ?

Mme Sophie Taillé-Polian. – Je ne suis pas certaine d'avoir bien compris ce que le Gouvernement comptait faire du produit de la vente d'Aéroports de Paris et de la Française des jeux. Il est question d'un fonds pour l'innovation comme de désendettement. Le débat à l'Assemblée nationale n'a pas permis d'y voir plus clair. Avez-vous des précisions à ce sujet ?

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. – Les remboursements à la Grèce sont prévus par un mécanisme européen. Les décisions relèvent d'un dialogue au sein de l'Eurogroupe. Il est probable que si la Grèce venait à ne pas respecter ses engagements, les remboursements cesseraient.

Selon le Gouvernement, les privatisations doivent pouvoir contribuer au désendettement à hauteur de 0,5 % de PIB, mais il faudra attendre le débat budgétaire et la mise sur le marché pour avoir plus de précisions sur la répartition des produits des cessions.

La hausse des taux d'intérêt constitue une vraie menace, même si on l'agite chaque année et qu'elle ne s'est pas encore matérialisée. Le budget pour 2019 est construit sur la base d'une hausse de 0,75 % sur un an. Une de nos préoccupations est de savoir si l'augmentation dépassera ce niveau. Je

rappelle que les crédits de la mission ne sont qu'évaluatifs. Nous manquons donc de vision.

L'Agence France Trésor n'envisage pas de modifier la maturité de la dette qu'elle trouve adéquate. Elle est en relation constante avec ses homologues européens. Pour information, un des plus gros acheteurs étrangers de la dette française actuellement est le Japon.

Les engagements hors bilan peuvent évoluer, notamment si l'on modifie la gouvernance d'un établissement en renforçant la part de l'État au conseil d'administration, car Eurostat peut alors décider de comptabiliser la dette de l'organisme concerné en dette publique. Ainsi, cette année, la gouvernance de l'Agence française de développement (AFD) pourrait évoluer pour éviter une requalification de sa dette.

La dette est un sujet anxigène, car tout peut arriver dans un monde aujourd'hui complètement déstabilisé, avec les tensions sur le commerce international, ou au Moyen-Orient par exemple, le risque de hausse du prix du pétrole, les crises internationales, etc. Malheureusement, pour l'instant, notre travail consiste à tenir la caisse d'enregistrement d'une mission budgétaire dont les crédits évaluatifs équivalent au double du budget de la Défense nationale...

M. Jean-Marc Gabouty. - Le sujet est complexe. L'usage simultané des expressions « dette publique » et « dette de l'État » peut être source de confusion. Il faudrait aussi éviter de présenter la dette sous forme de la dette cumulée sur plusieurs années. En effet, au fil des discussions, les échéances changent, en fonction des intérêts politiques ; au final, cela n'est pas très pédagogique et cela renvoie une image qui ne correspond pas tout à fait à la réalité.

La maturité moyenne de la dette est brève, mais on peut aisément rééchelonner la dette à volume équivalent. Il serait surtout intéressant de disposer d'un graphique présentant l'extinction de la dette. Enfin, je m'étonne que la classification de la dette des établissements dépende de la composition de leur conseil d'administration et non de l'usage de la dette. Ainsi, la dette de l'AFD n'est pas une dette structurelle, car l'agence assure une mission de refinancement, et les prêts qu'elle octroie sont remboursés. Sa dette n'est donc pas assimilable à de la dette primaire. Il ne s'agit pas de crédits de fonctionnement.

Mme Nathalie Goulet, rapporteur spécial. - C'est vrai, mais les prêts de l'AFD bénéficient d'une garantie implicite par l'État. Eurostat peut requalifier la dette, il estime que la gouvernance est dominée par l'État et les prêts garantis *in fine* par les deniers publics car il y a aussi des risques d'impayés, surtout quand on prend des risques dans des pays en développement. Enfin, présenter la dette cumulée se justifie, car au capital s'ajoutent les intérêts d'emprunts, ce qui fait boule de neige.

À l'issue de ce débat, la commission décide de proposer au Sénat l'adoption, sans modification, des crédits de la mission « Engagements financiers de l'État ». Elle décide en outre de proposer d'adopter sans modification l'article 77 rattaché à la mission.

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

*

* *

Réunie à nouveau le jeudi 22 novembre 2018, sous la présidence de M. Vincent Éblé, président, la commission des finances, a confirmé sa décision de proposer l'adoption sans modification des crédits de la mission, de ceux du compte d'affectation spéciale, des comptes de concours financiers et de l'article 77.

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES

Agence France Trésor

- M. Thierry REQUIN, directeur général.

S&P Global Ratings

- M. Yann LE PALLEC, directeur général Notation monde ;
- M. Patrice COCHELIN, responsable analytique Notation des États et du Secteur public ;
- Mme Solange FOUGÈRE, juriste.

Fitch Ratings

- M. Michele NAPOLITANO, senior director ;
- M. Arnaud LOUIS, senior director ;
- M. Gergely KISS, director ;
- Mme Béatrice HUE, senior director.

ANNEXE

La notation souveraine de la France

Audition par le rapporteur spécial de la mission “Engagements
Financiers de l’Etat” du Sénat

8 octobre 2018

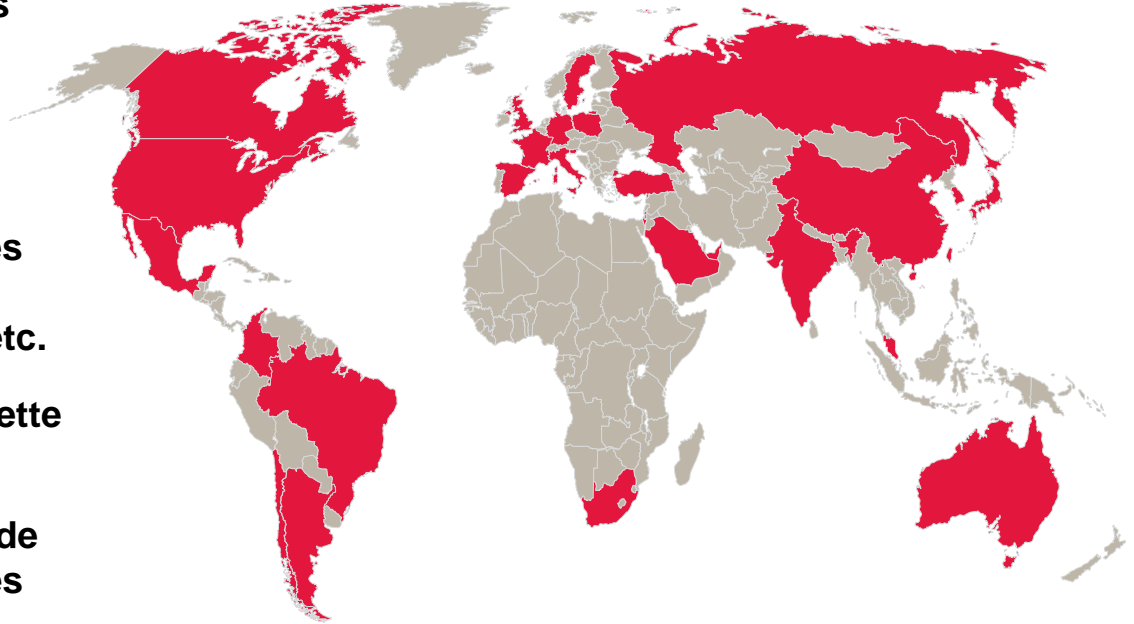
Yann Le Pallec
Directeur Général Notation, Monde

Patrice Cochelin
Responsable Analytique, Notations des Etats et du Secteur Public

S&P Global
Ratings

S&P Global Ratings dans le monde

- Plus de 150 ans d'existence
- Un réseau de bureaux dans 28 pays
- Environ 1,500 analystes crédit suivant des émetteurs situés dans plus de 125 pays
- Plus de 1 million de notes attribuées à des titres de dette d'entreprises, d'institutions financières, d'Etats, etc.
- Plus de \$3.7 trillions de nouvelle dette notée en 2016
- Fournit des opinions sur la qualité de crédit des emprunteurs ou des titres de dette qu'ils émettent



S&P Global Ratings en France

- **Présence depuis 1990**
- **Effectifs : 115 personnes, dont 77 analystes**
 - Responsables Analytiques : 6
 - Entreprises : 38
 - Infrastructures : 6
 - Banques & Assurances : 22
 - Souverain & Secteur Public : 9
 - Financements Structurés : 2
 - Méthodologie & Contrôle : 12



Panorama des notes S&P Global Ratings France

217 groupes et acteurs publics (hors filiales)

- Entreprises : 152 groupes
- Banques : 21 groupes
- Assurance : 14 groupes
- Etat et Secteur Public : 30, dont 18 dans le secteur public local

La notation de crédit

CE QU'ELLE EST

- Les notes de crédit sont des opinions prospectives sur le risque crédit. Les notes S&P expriment notre opinion sur la capacité et sur la volonté d'un émetteur de rembourser intégralement ses dettes financières à l'échéance et dans les conditions prévues.
- Une note concerne exclusivement le risque de crédit et non d'autres risques liés à un investissement financier, comme le prix de marché ou la liquidité.
- C'est l'un des outils, parmi d'autres, à disposition des investisseurs. Elle fournit aux investisseurs et autres acteurs du marché une information sur le risque relatif de non-remboursement
- Vise à être comparable à travers le monde et les secteurs d'activité

CE QU'ELLE N'EST PAS

- La note n'est pas un audit, ni un exercice de vérification comptable ; nous nous appuyons sur des informations publiques ainsi que sur les informations fournies par les émetteurs.
- La note n'est pas une garantie de remboursement, ni une quantification absolue de la probabilité de remboursement.
- Elle n'est pas un conseil d'investissement, ni une recommandation d'investir ou non dans un instrument financier
- Elle ne formule pas de jugement de valeur sur les "bons" et les "mauvais" émetteurs

Echelle de notes S&P Global Ratings

Résumé des opinions reflétées par les notes S&P		
Catégorie Investissement	'AAA'	La note la plus haute sur l'échelle de Standard & Poor's. Aptitude extrêmement forte à remplir ses obligations financières.
	'AA'	Aptitude très forte à remplir ses obligations financières.
	'A'	Forte aptitude à remplir ses obligations financières mais une certaine sensibilité aux effets défavorables des changements de conditions économiques.
	'BBB'	Aptitude suffisante à remplir ses obligations financières mais une sensibilité plus grande aux effets défavorables des changements de conditions économiques.
	'BBB-'	Considéré comme la note la plus basse de la Catégorie Investissement par les acteurs du marché.
Catégorie Spéculative	'BB+'	Considéré comme la note la plus haute de la Catégorie Spéculative par les acteurs du marché.
	'BB'	Peu vulnérable à court terme mais confronté à des incertitudes majeures et persistantes du fait de conditions économiques et financières défavorables.
	'B'	Vulnérabilité accrue aux conditions économiques et financières défavorables mais aptitude à faire face à ses engagements dans l'immédiat.
	'CCC'	Vulnérabilité dans l'immédiat. L'aptitude à faire face à ses engagements dépend de conditions économiques et financières favorables.
	'CC'	Très grande vulnérabilité dans l'immédiat. Le défaut de paiement ne s'est pas encore produit mais est quasi certain.
	'C'	Très grande vulnérabilité dans l'immédiat. Le taux de recouvrement sera probablement moins élevé que pour des obligations mieux notées.
	'D'	Défaut de paiement des engagements financiers ou d'une promesse implicite ; également utilisé si une procédure de faillite ou assimilée est engagée.

Les notations de « AA » à « CCC » peuvent être complétées d'un plus (+) ou d'un moins (-) pour préciser leur position relative dans leurs catégories.

Perspective et Surveillance

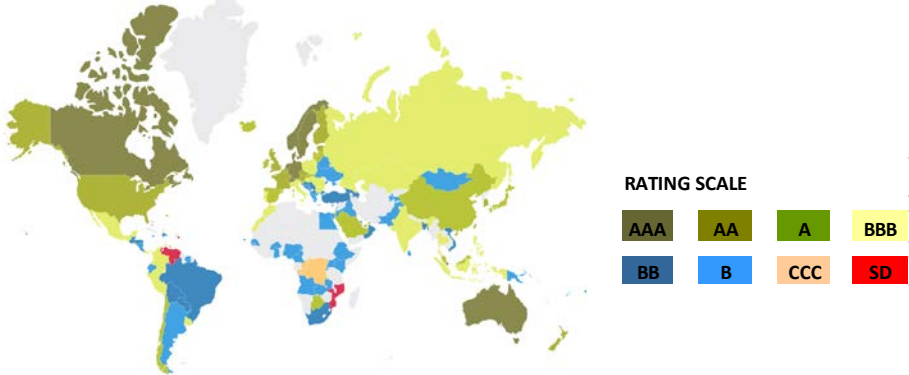
PERSPECTIVE - (« *Outlook* »)

Une note à long terme est toujours assortie d'une perspective, sauf lorsqu'elle est sous surveillance. La perspective indique l'évolution potentielle de la note dans un horizon de 6 à 24 mois, sans toutefois présenter un caractère certain. Elle peut être "stable", "positive" ou "négative".

SURVEILLANCE - (« *CreditWatch* »)

La mise sous surveillance indique qu'un événement particulier peut entraîner la modification de la note dans un délai rapproché. La surveillance peut avoir une implication positive, négative ou, plus rarement, indéterminée selon la nature de l'évènement qui la provoque.

132 Etats notés



Source : Sovereign Risk Indicators & « 2017 Annual Sovereign Default Study And Rating Transitions », S&P Global Ratings, 08/05/2018

Publication et évolution de la notation de la France

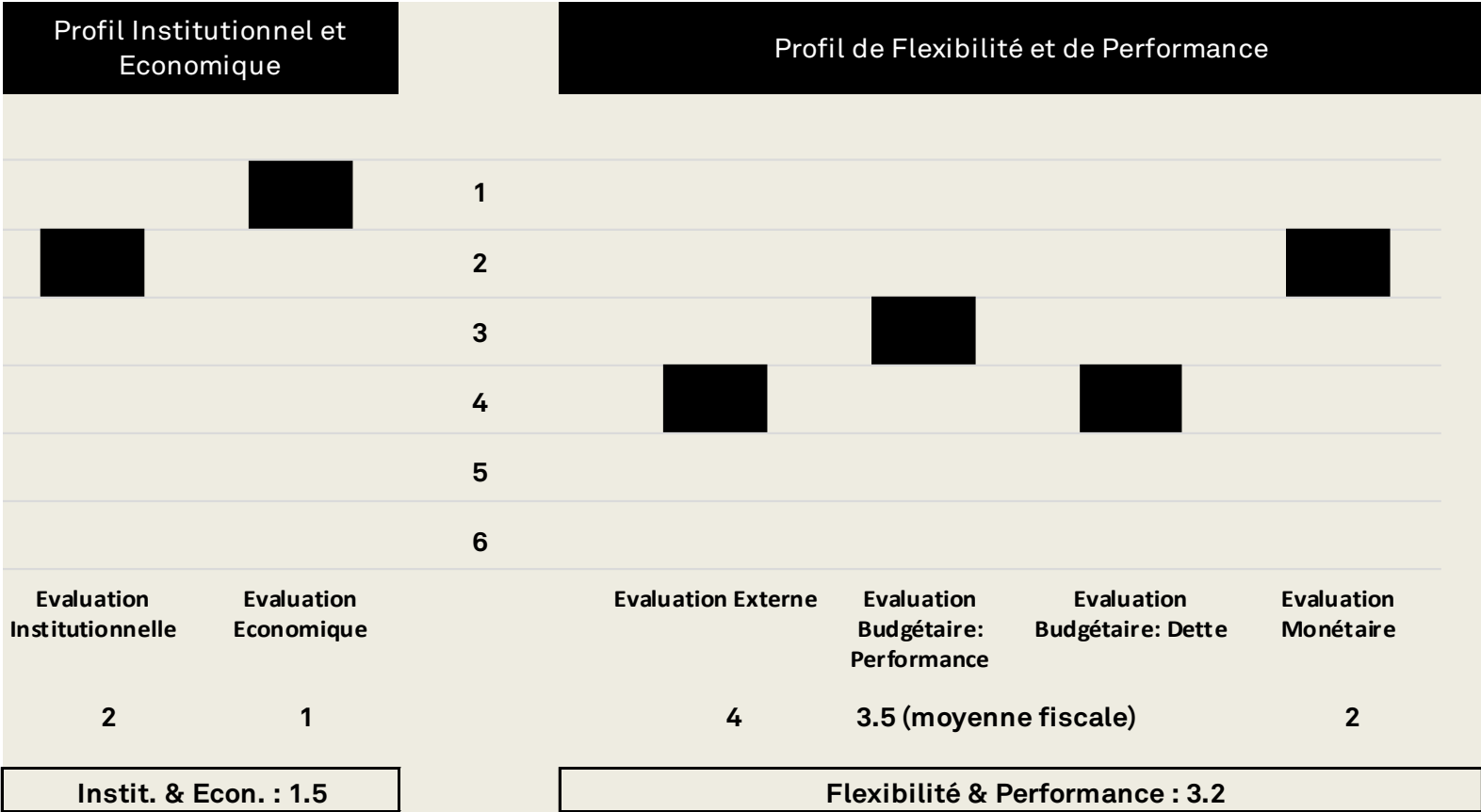
Dernière revue : France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable (05 octobre 2018)

Prochaine revue : au plus tard le 05 avril 2019.

Les dates de revue 2019 seront annoncées en décembre 2018.

Evolution de la notation depuis la première attribution		
<u>Date</u>	<u>Notation à Long terme</u>	<u>Perspective ou Surveillance</u>
21 octobre 2016	AA	Stable
10 octobre 2014	AA	Négative
08 novembre 2013	AA	Stable
13 janvier 2012	AA+	Négative
05 décembre 2011	AAA	Surveillance implication négative
25 juin 1975	AAA	Stable

Principaux facteurs de la notation de la France (AA/Stable/A-1+)



Source : France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable (05-Oct-2018)

Comparaison – Principaux facteurs de la notation

	Notation en Devise étrangère	Evaluation Institutionnelle	Evaluation Economique	Evaluation Externe	Evaluation budgétaire : Performance	Evaluation budgétaire : Dette	Evaluation Monétaire
France	AA/Stable/A-1+	2	1	4	3	4	2
Allemagne	AAA/Stable/A-1+	2	1	1	1	2	2
Etats-Unis	AA+/Stable/A-1+	2	1	2	4	6	1
Royaume- Uni	AA/Négative/A-1+	3	1	3	3	5	1
Belgique	AA/Stable/A-1+	3	1	2	2	4	2
Japon	A+/Positive/A-1	2	1	1	5	6	2
Espagne	A-/Positive/A-2	3	1	4	3	5	2

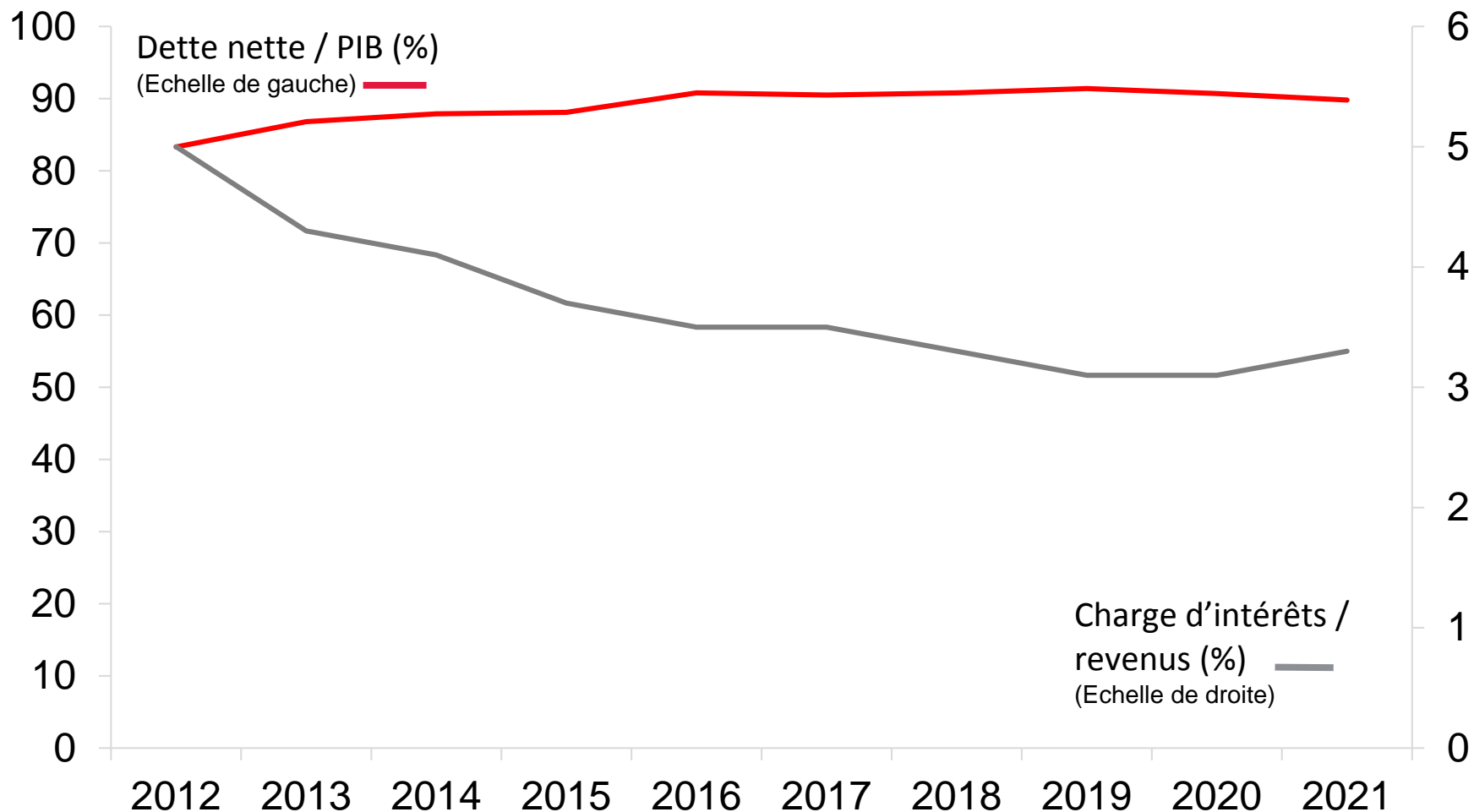
Source : Sovereign Ratings Score Snapshot (03-Oct-2018)

Notre scénario central - Hypothèses

Republic of France Selected Indicators					
	2017	2018	2019	2020	2021
Nominal GDP (bil. \$)	2,591	2,789	2,896	3,129	3,208
GDP per capita (000s \$)	38.7	41.5	42.9	46.1	47.1
Real GDP growth (%)	2.3	1.6	1.6	1.6	1.5
Real GDP per capita growth (%)	1.9	1.2	1.2	1.2	1.1
Change in net debt/GDP (%)	2.3	2.6	3.1	1.8	1.8
General government balance/GDP (%)	(2.7)	(2.6)	(2.8)	(1.5)	(1.5)
Net general government debt/GDP (%)	90.5	90.8	91.4	90.7	89.8
General government interest expenditure/revenues (%)	3.5	3.3	3.1	3.1	3.3
CPI growth (%)	1.2	2.0	1.6	1.6	1.8
Gross external financing needs/CARs + usable reserves (%)	307.8	321.2	317.0	303.6	299.7
Current account balance/GDP (%)	(0.6)	(0.6)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
Current account balance/CARs (%)	(1.4)	(1.4)	(1.9)	(2.1)	(2.0)
Narrow net external debt/CARs (%)	295.3	278.8	274.1	255.3	251.0
Net external liabilities/CARs (%)	52.8	50.3	50.3	47.8	47.7

Source : France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable (05-Oct-2018)

Dette nette et Charge d'intérêts : Nos Hypothèses



Source : France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable (05-Oct-2018)

Perspective (Rating Outlook) : Stable

La perspective stable reflète nos prévisions selon lesquelles, dans un contexte de croissance économique soutenue au cours des deux prochaines années, le gouvernement français poursuivra la mise en œuvre de son programme de réformes économiques, budgétaires et structurelles.

TRADUCTION POUR INFORMATION – cette traduction est destinée à faciliter la compréhension de notre communiqué en langue anglaise publié sur notre site <http://www.standardandpoors.com> et est fournie à titre d'information uniquement.

Source : France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable (05-Oct-2018)

Scénarios alternatifs (ratings upside / downside)



Une amélioration de la notation pourrait intervenir si nous venions à considérer que :

la croissance économique se renforce davantage, bénéficiant aux équilibres budgétaires et réduisant le ratio « dette sur PIB » de manière significative et durable au-delà de nos attentes et que

contrairement à nos prévisions, la position du compte courant de la France affiche des excédents substantiels et durables, même en cas d'accélération de la demande intérieure.



A l'inverse, la notation pourrait être affectée négativement si:

nous cessions de prévoir une réduction des déficits publics, en raison de dérapages budgétaires ou d'un ralentissement de la reprise économique ou si

le gouvernement ne nous semblait pas en mesure de mettre en œuvre des réformes structurelles, entraînant ainsi une croissance économique plus faible que celle que nous envisageons actuellement.

Source : France 'AA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable (05-Oct-2018)

Communiqué du 5 octobre 2018

Résumé (section « Overview »)

- Les institutions, la prospérité et les solides perspectives de croissance de la France soutiennent notre opinion sur sa qualité de crédit.
- Nous prévoyons un ralentissement de la croissance économique à 1,6% en 2018 et une stabilisation à ce niveau jusqu'en 2021, avec une poursuite de la consolidation budgétaire et de réformes favorisant la croissance.
- Nous confirmons les notes souveraines « AAA-/1+ » de la France.
- La perspective est stable.

Perspective (section « Outlook »)

La perspective stable reflète nos prévisions selon lesquelles, dans un contexte de croissance économique soutenue au cours des deux prochaines années, le gouvernement français poursuivra la mise en œuvre de son programme de réformes économiques, budgétaires et structurelles.

Une amélioration de la notation pourrait intervenir si nous venions à considérer que :

- la croissance économique se renforce davantage, bénéficiant aux équilibres budgétaires et réduisant le ratio « dette sur PIB » de manière significative et durable au-delà de nos attentes et que
- contrairement à nos prévisions, la position du compte courant de la France affiche des excédents substantiels et durables, même en cas d'accélération de la demande intérieure.

A l'inverse, la notation pourrait être affectée négativement si :

- nous cessions de prévoir une réduction des déficits publics, en raison de dérapages budgétaires ou d'un ralentissement de la reprise économique ou si
- le gouvernement ne nous semblait pas en mesure de mettre en œuvre des réformes structurelles, entraînant ainsi une croissance économique plus faible que celle que nous envisageons actuellement.

Synthèse (Paragraphe introductif de la section « Rationale »)

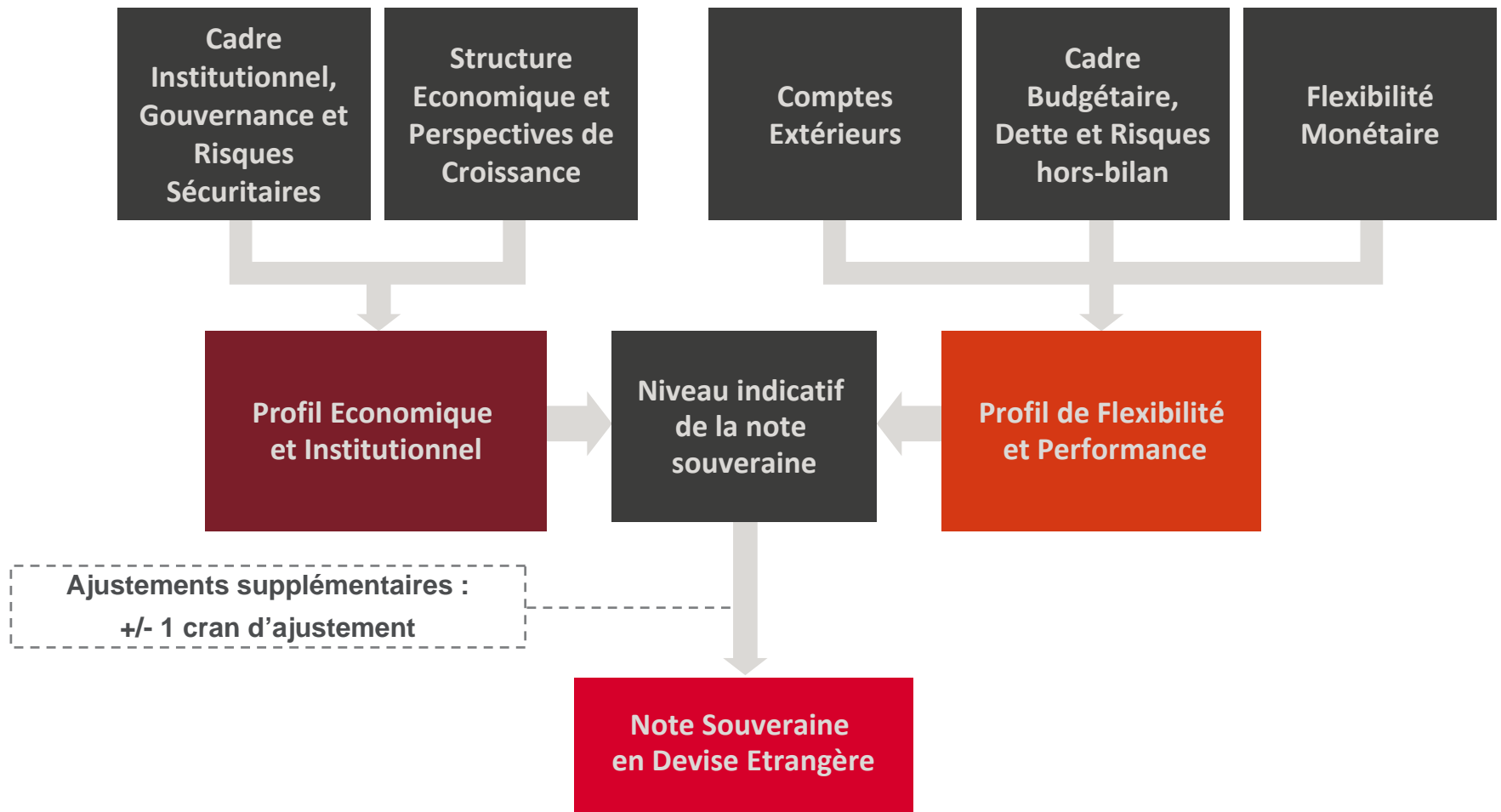
Les notes reflètent notre opinion sur la richesse et la diversité de l'économie de la France, ainsi que la force de ses institutions qui soutiennent sa qualité de crédit.

L'influence de la France sur l'environnement économique et financier très intégré de la zone euro témoigne de l'efficacité de ses institutions.

Selon nous, l'économie française est soutenue par son ouverture, sa résilience et sa main d'œuvre fortement qualifiée et productive. Nous estimons toutefois que ces points forts sont en partie contrebalancés par l'importance des dépenses et de la dette publiques, une pression fiscale élevée, ainsi que la persistance du déficit de la balance des paiements courants.

PRODUCTION POUR INFORMATION – cette traduction est destinée à faciliter la compréhension de notre communiqué en langue anglaise publiée sur notre site <http://www.standardandpoors.com> et est fournie à titre d'information uniquement.

Méthodologie de la notation souveraine : les piliers



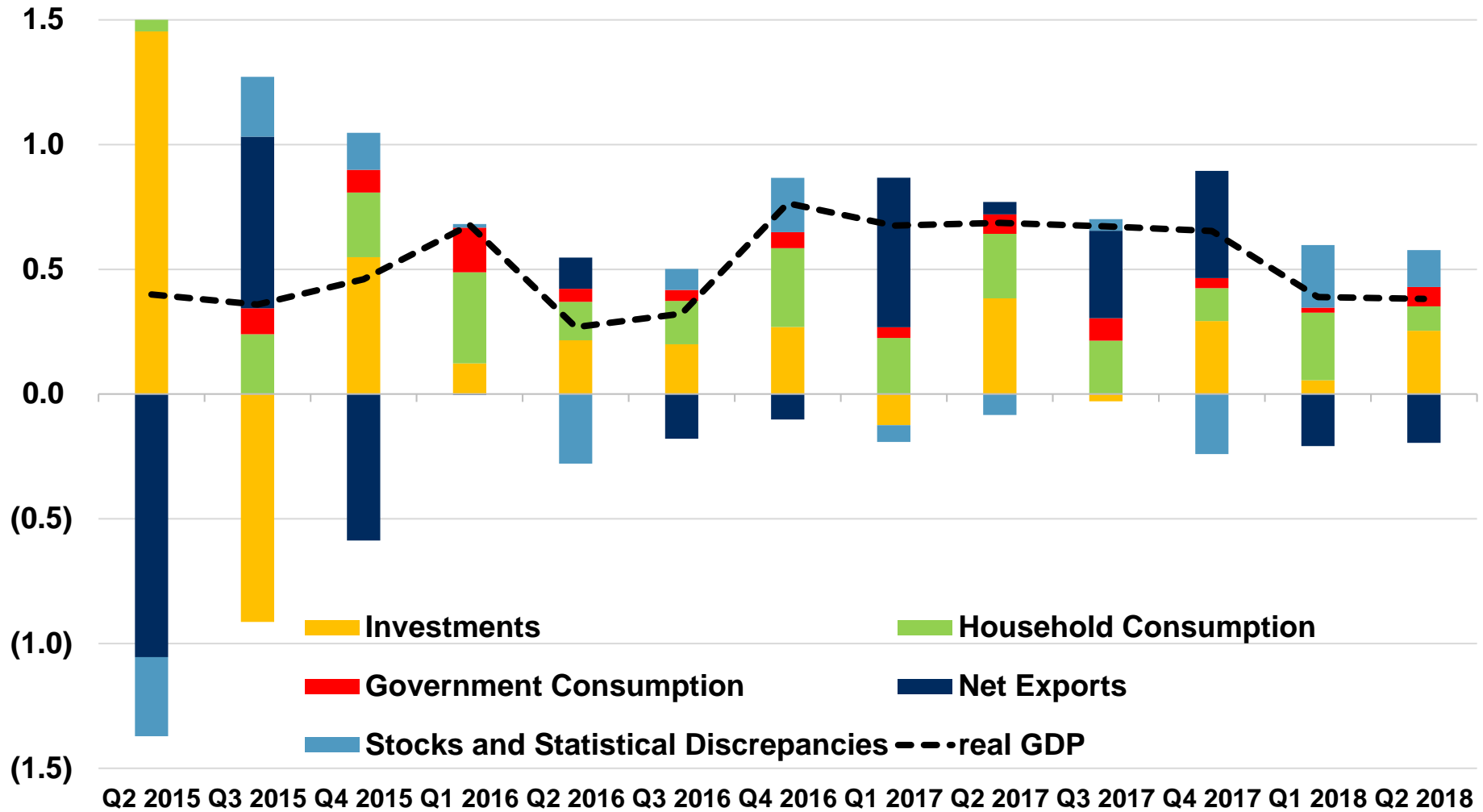
En savoir plus : [Sovereign Rating Methodology](#) (18-Dec-2017)

Annexes (en anglais)

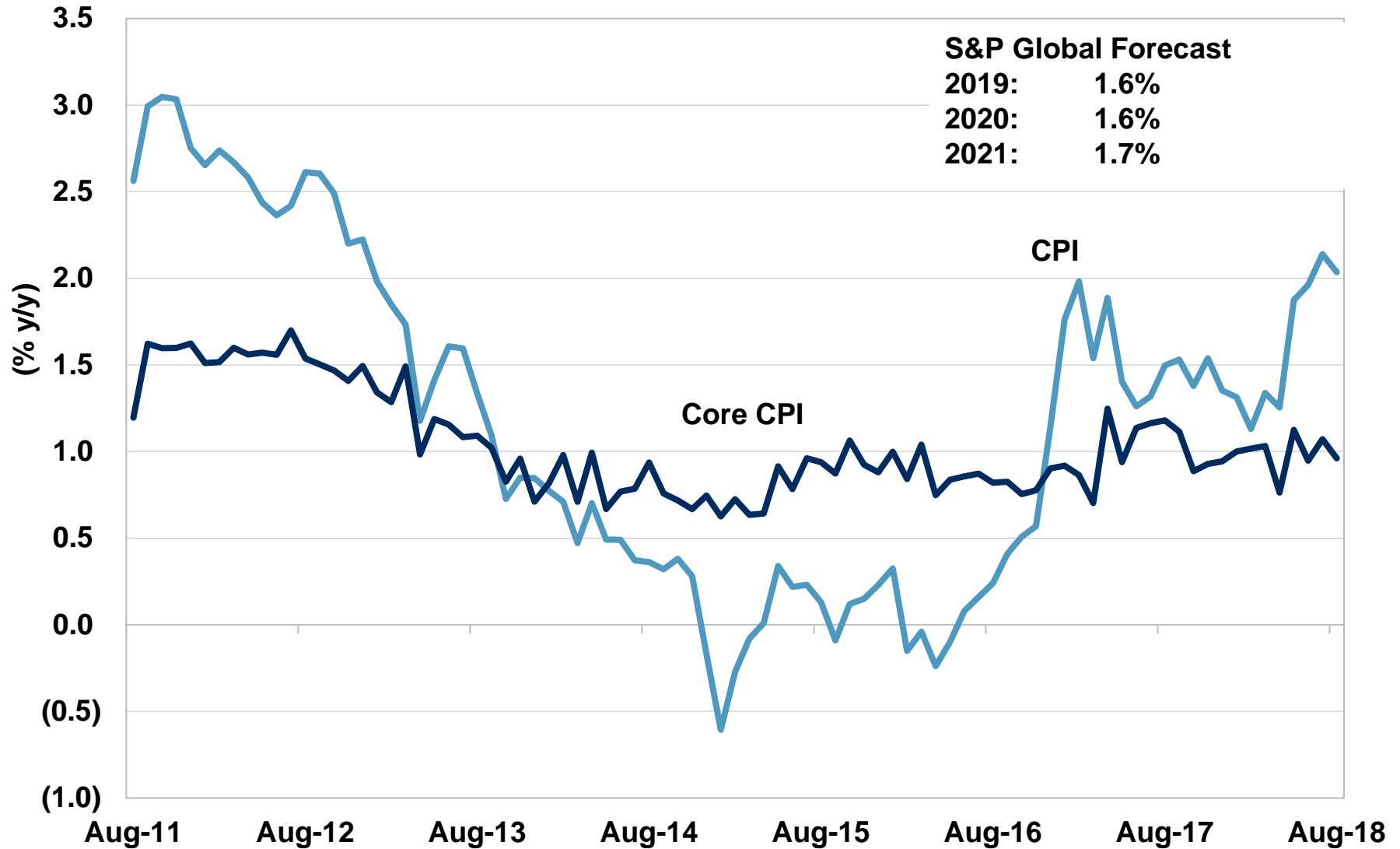
- **Eurozone Macroeconomic Outlook**
- **Eurozone Sovereign Ratings**

Eurozone: Has The Cycle Peaked?

Contribution to GDP growth (in %, qoq)

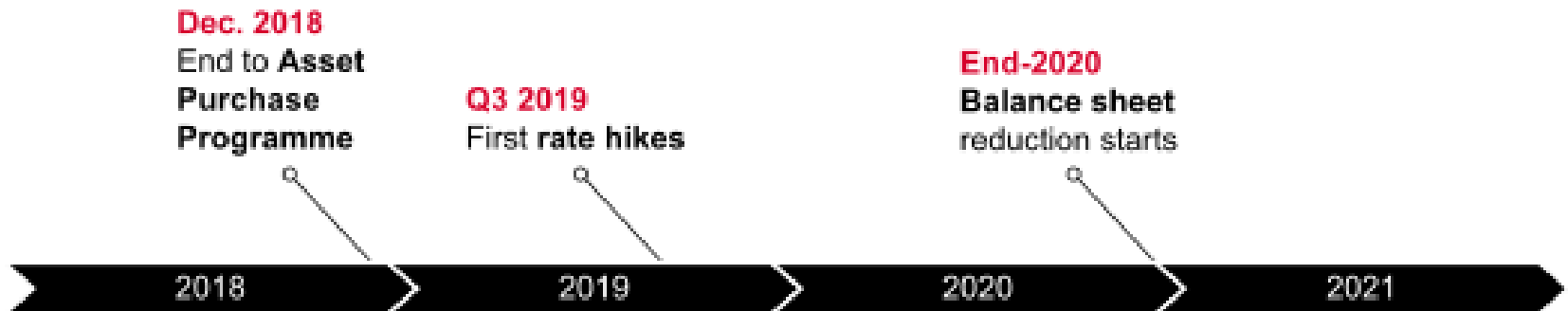


Eurozone: Inflation still below the ECB's target



Eurozone: A Gradual Monetary Policy Normalization

Our Timeline For The ECB's Exit



Source: S&P Global Ratings.

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

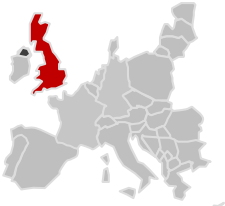
Top EMEA Risks



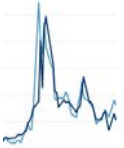
Protracted weakening of long-term growth in international trade due to a risk of increased protectionism and trade wars.



Geopolitical risks that threaten global security, lead to increased risk aversion, and undermine global growth.



Disruptive Brexit: Negative impact on U.K. and EU economies; possible confidence shock.



Asset price volatility: Fin. mkt. volatility, overbought markets, U.S. dollar weakness.



Populism: Policy uncertainty, reversal of structural reforms, Euroscepticism.

Risk Level

Trend

HIGH



HIGH



HIGH



HIGH

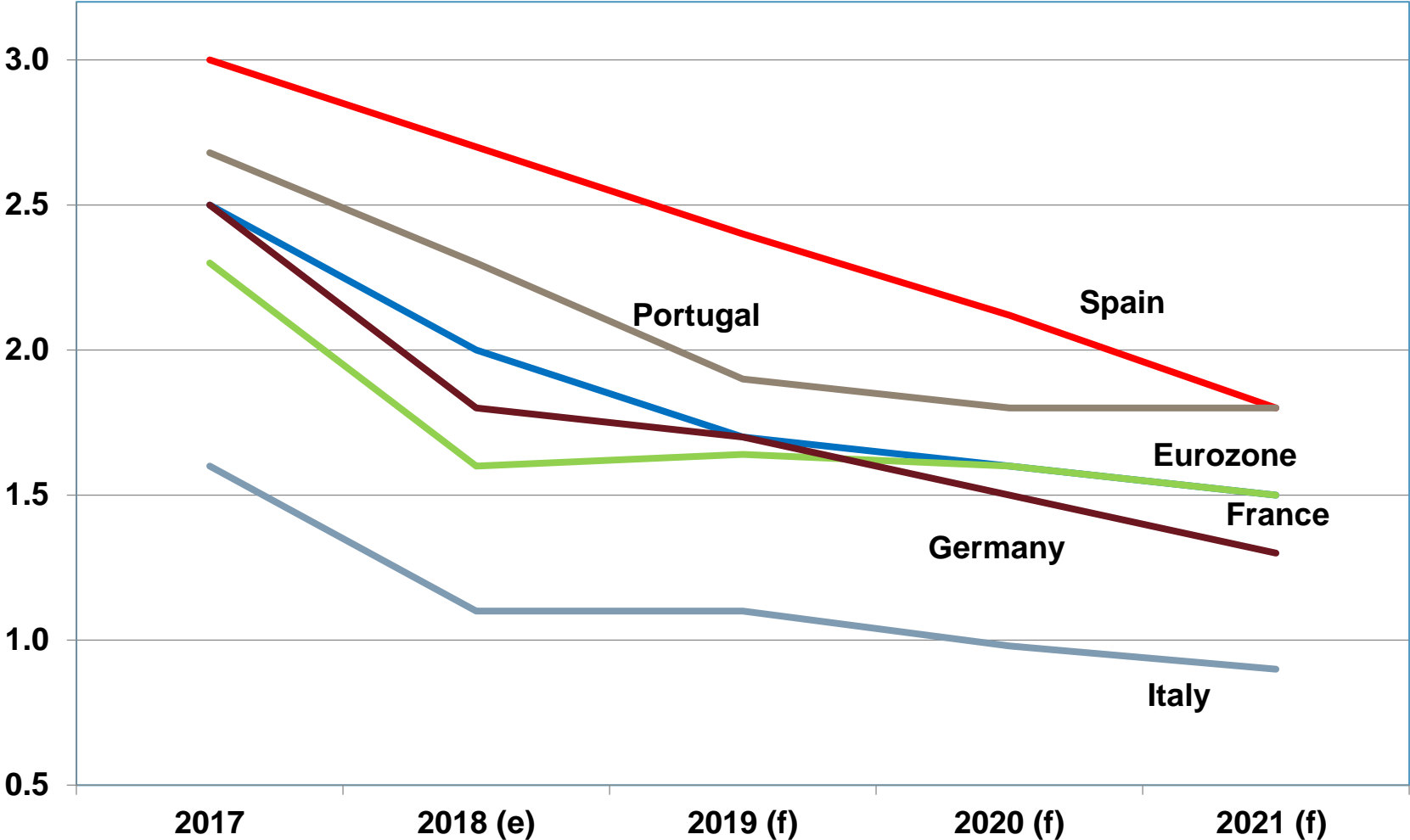


ELEVATED



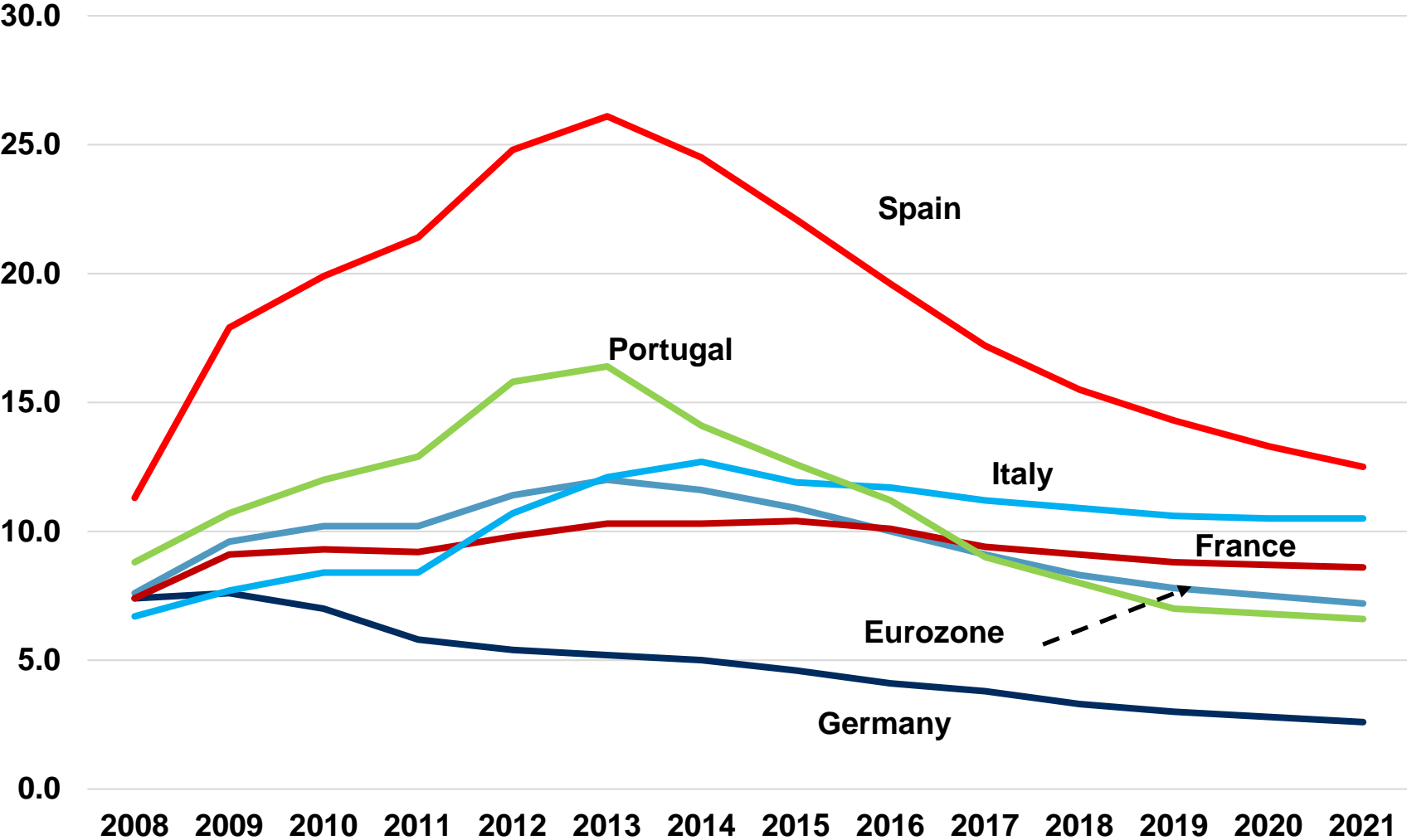
Slower But Solid Economic Performance

Real GDP performance and forecast, 2016-2021 (in %)



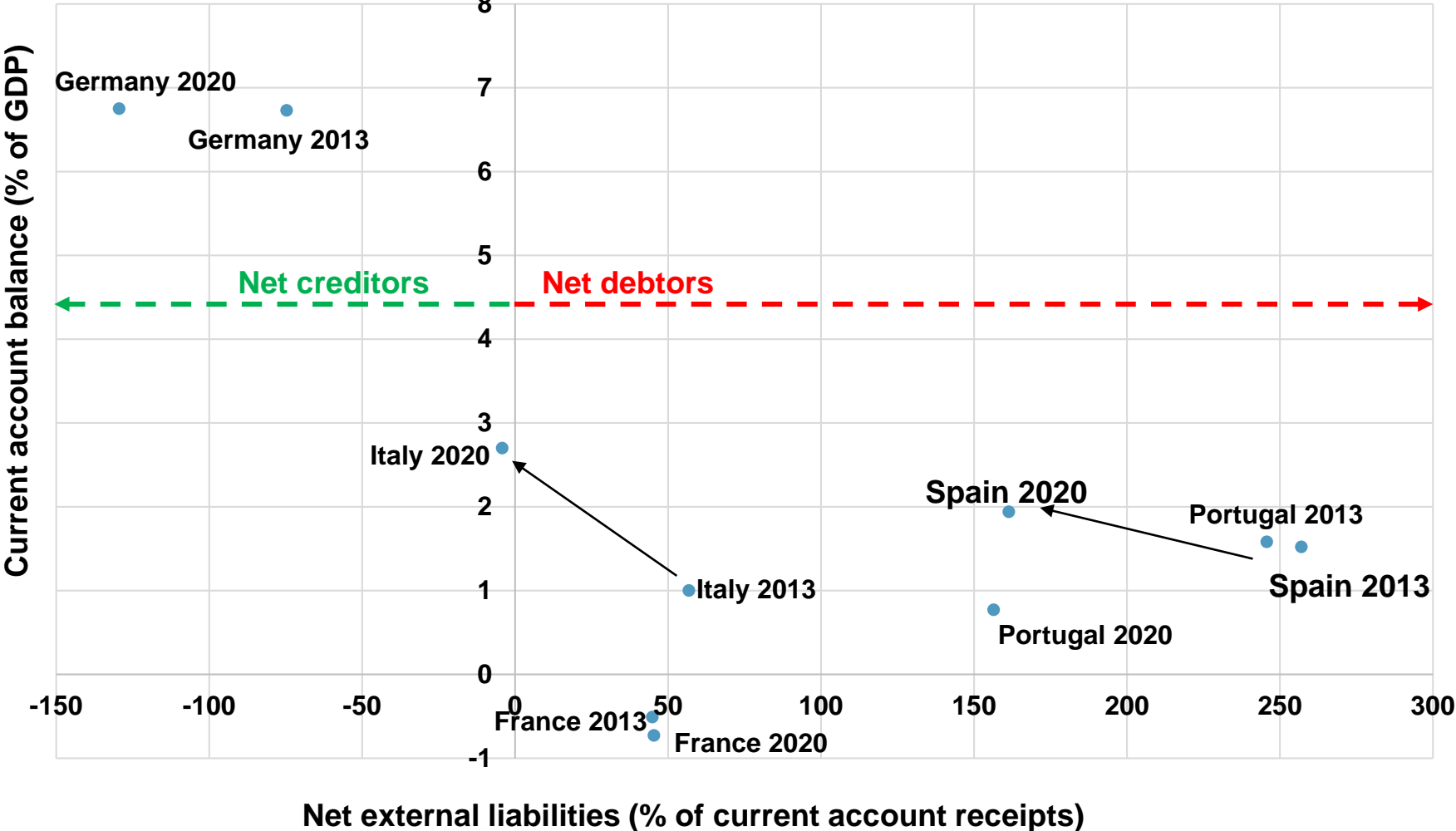
Unemployment Falling, But More To Be Done

Unemployment rate (% of active population)



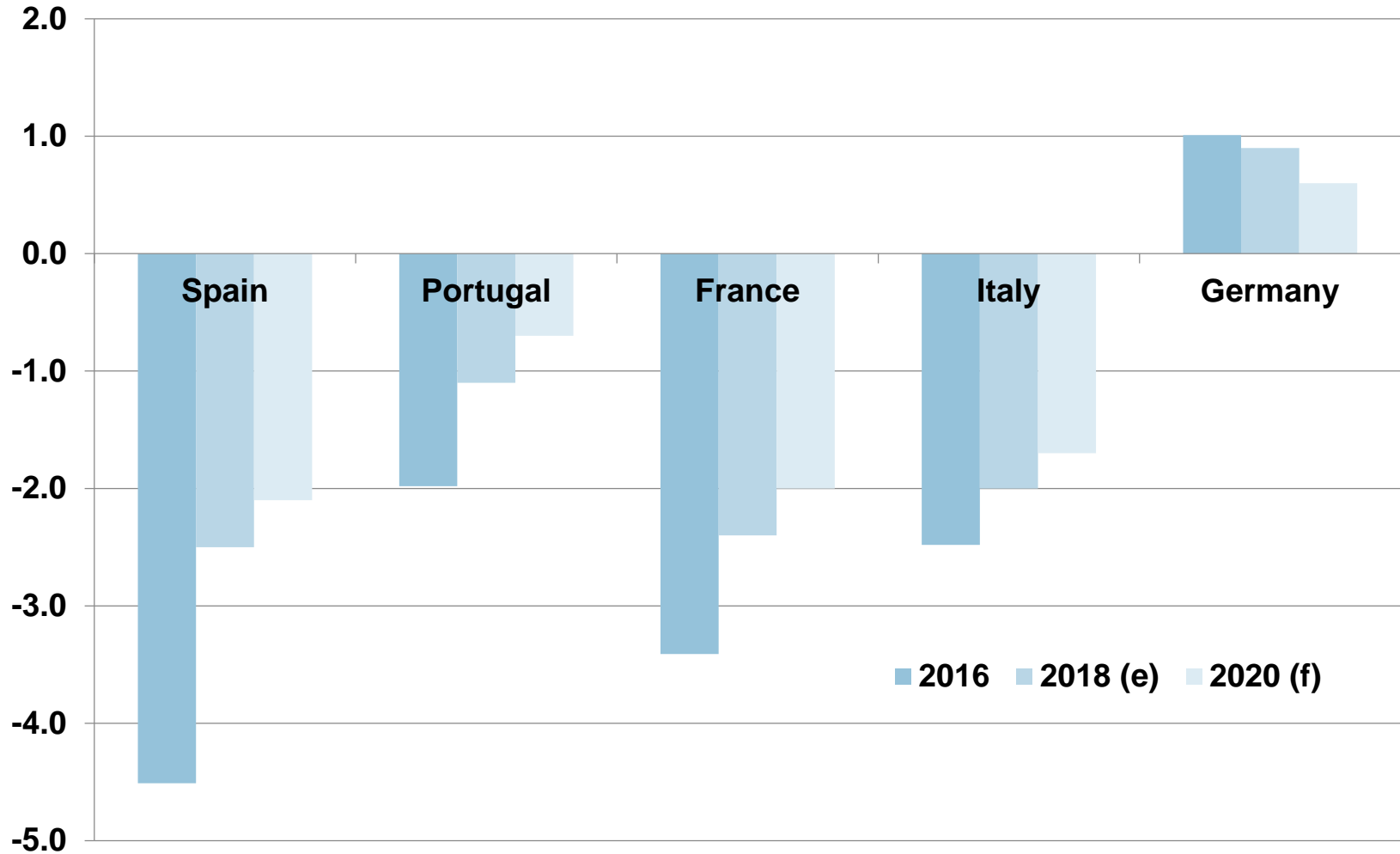
Improvement In External Position

External position, 2013 Vs. 2020



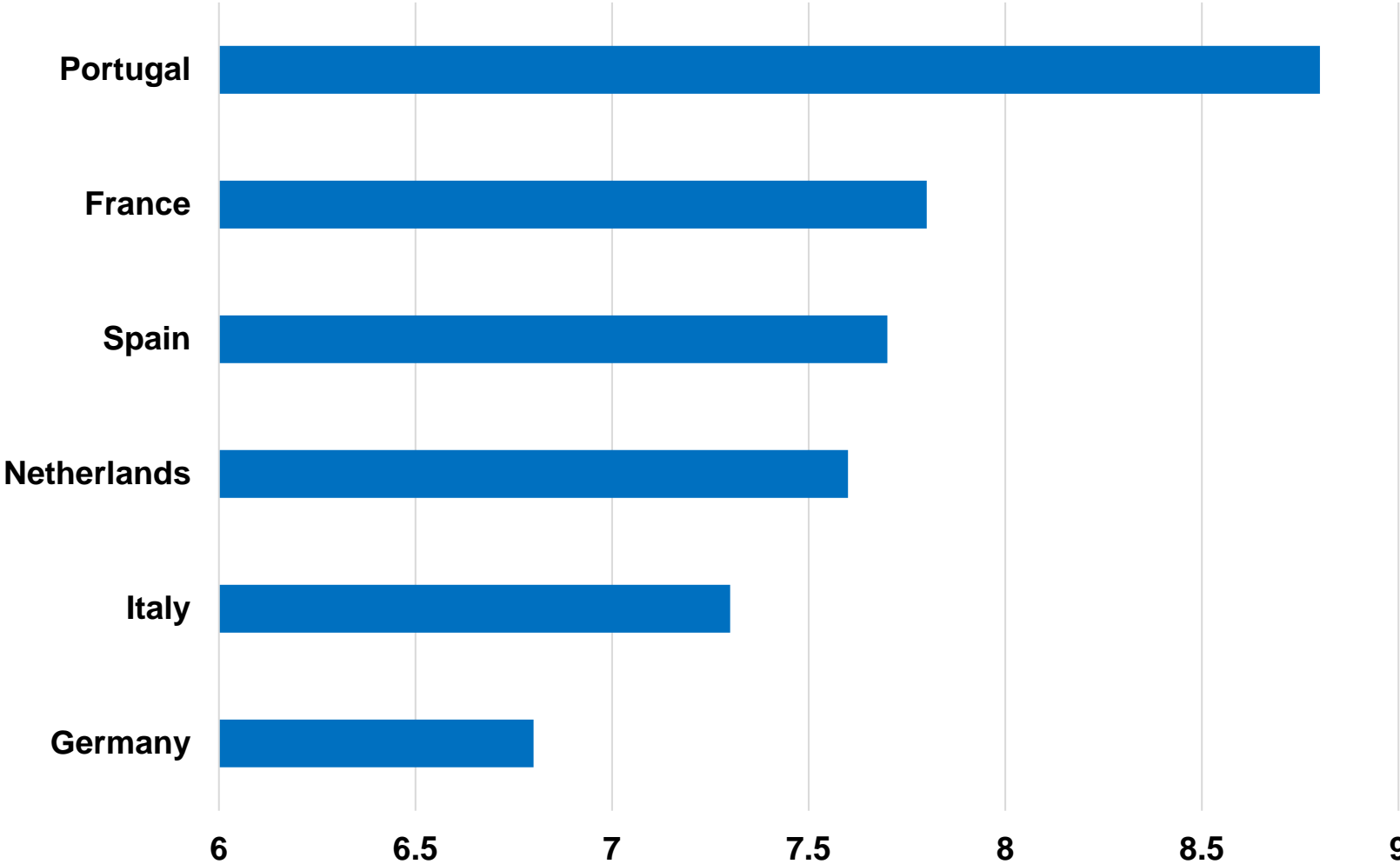
Budgetary Consolidation To Continue

General government budget balances (in % of GDP)



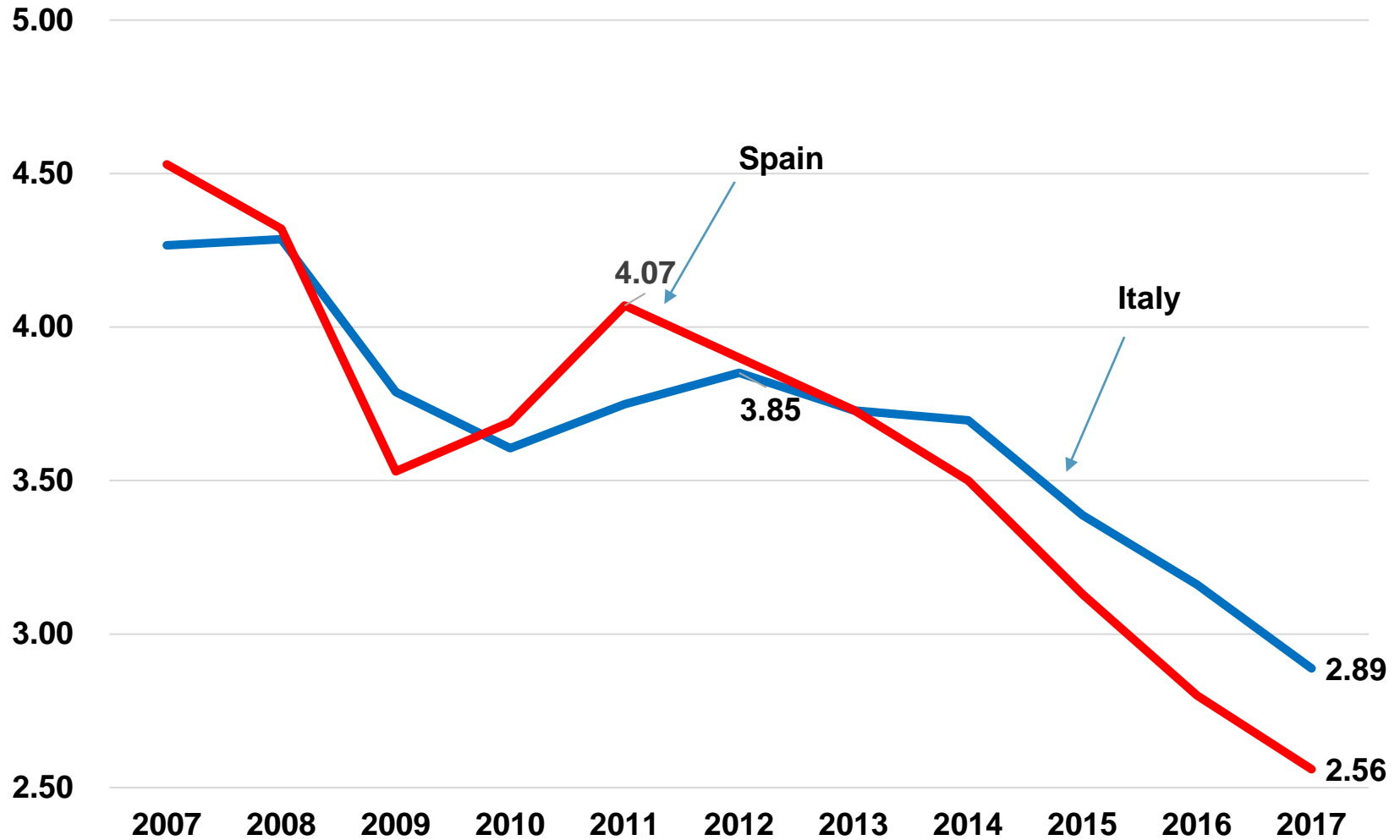
Government Debt Profiles Have Improved...

Avg. maturity of long-term debt (in years)



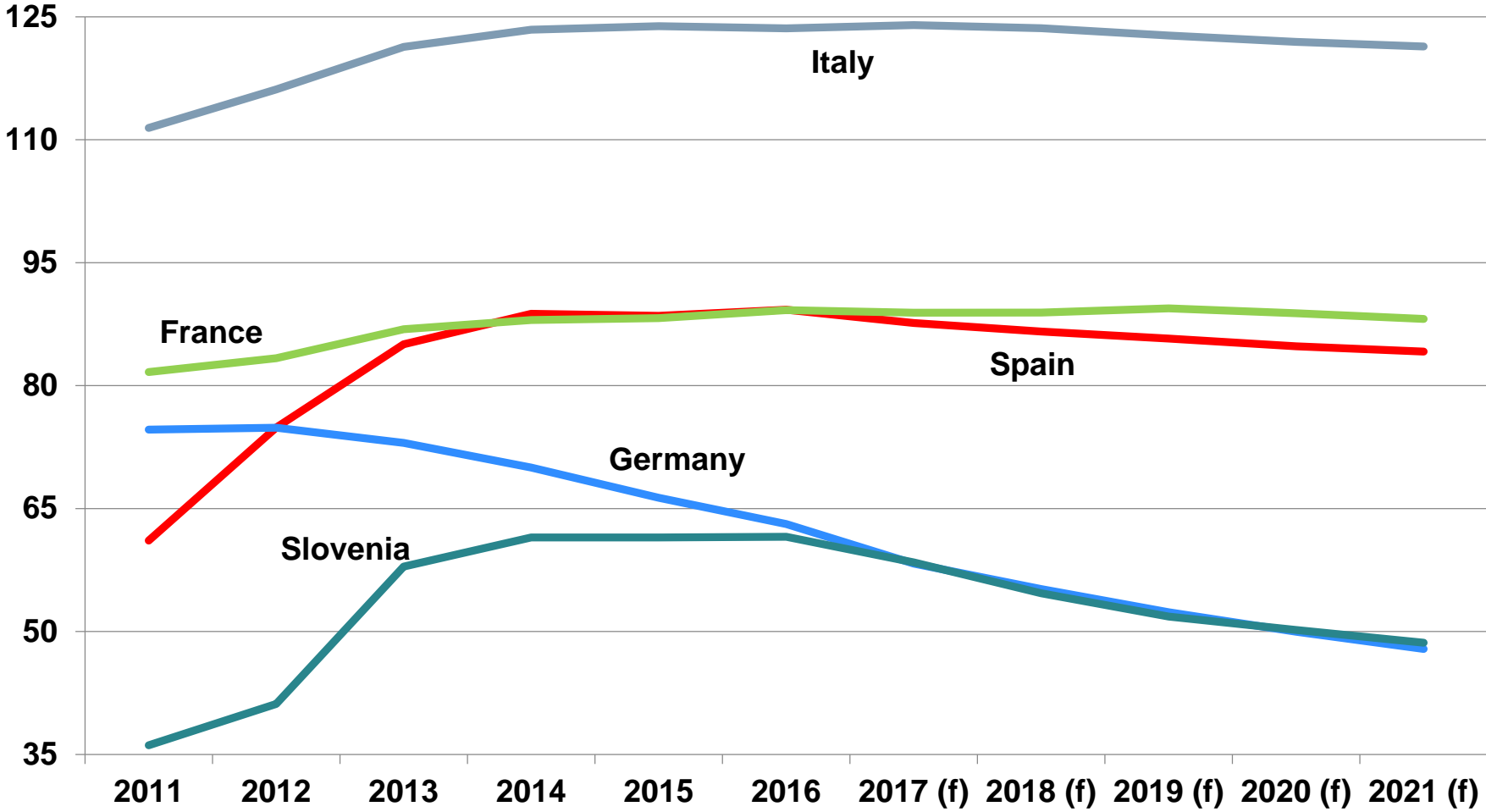
...And Lower Cost Of Funding

Avg. interest rate on outstanding debt (%)



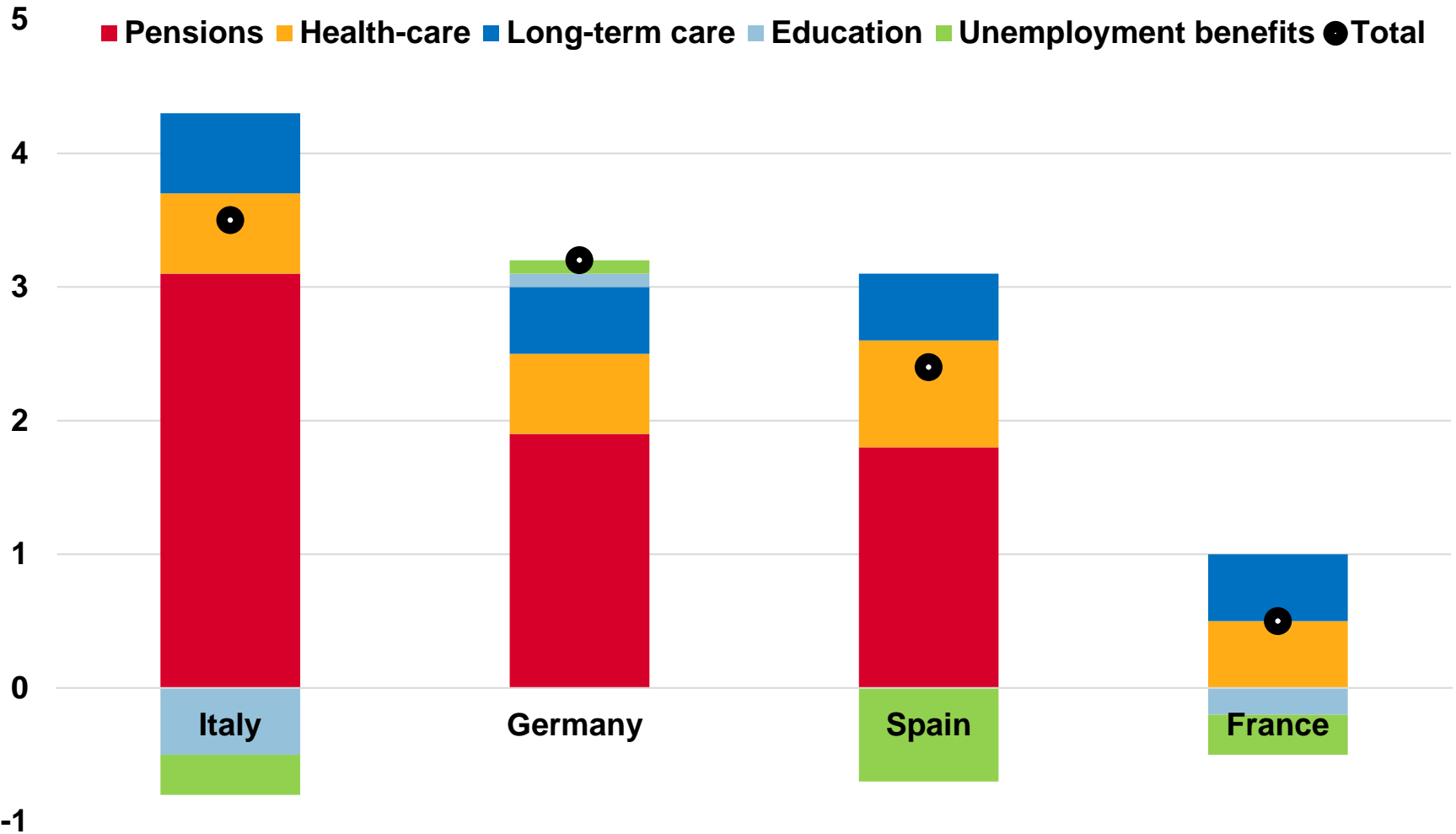
Government Debt: Tapering Manageable, But...

Net government debt 2011-2021 (in % of GDP)



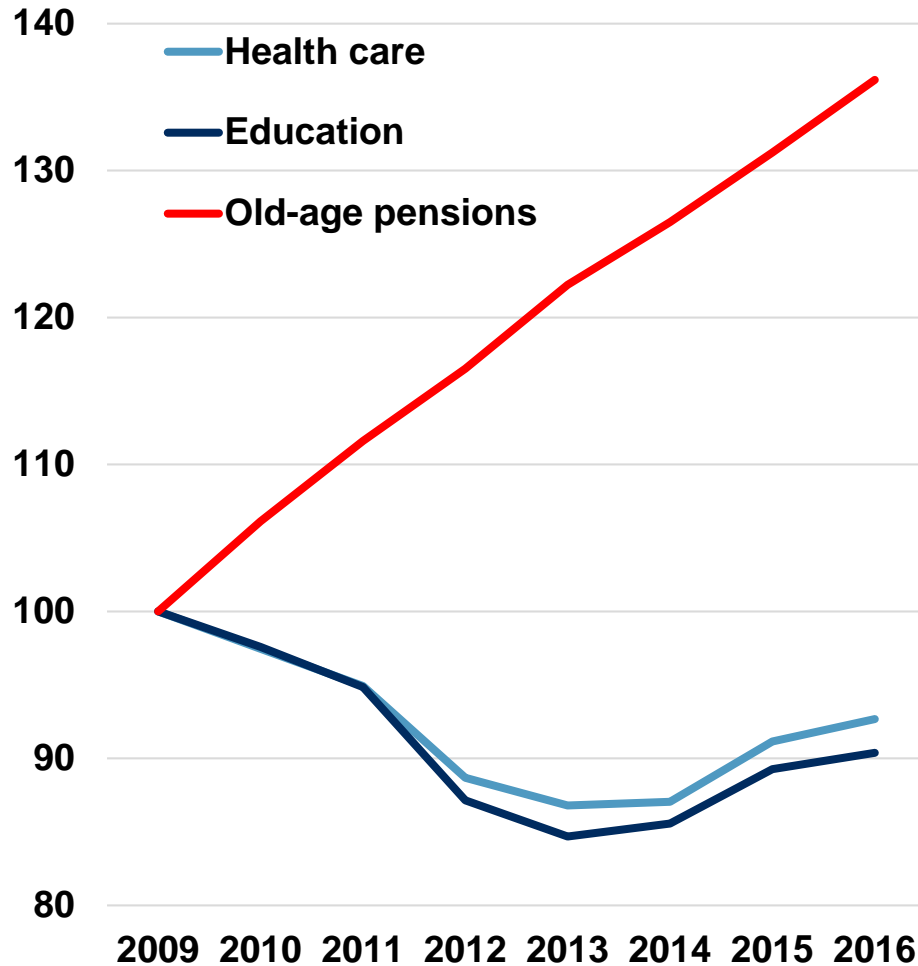
...Other Pressures Looming, Including...

Increase in age-related spending, 2016-2040 (in % of GDP)

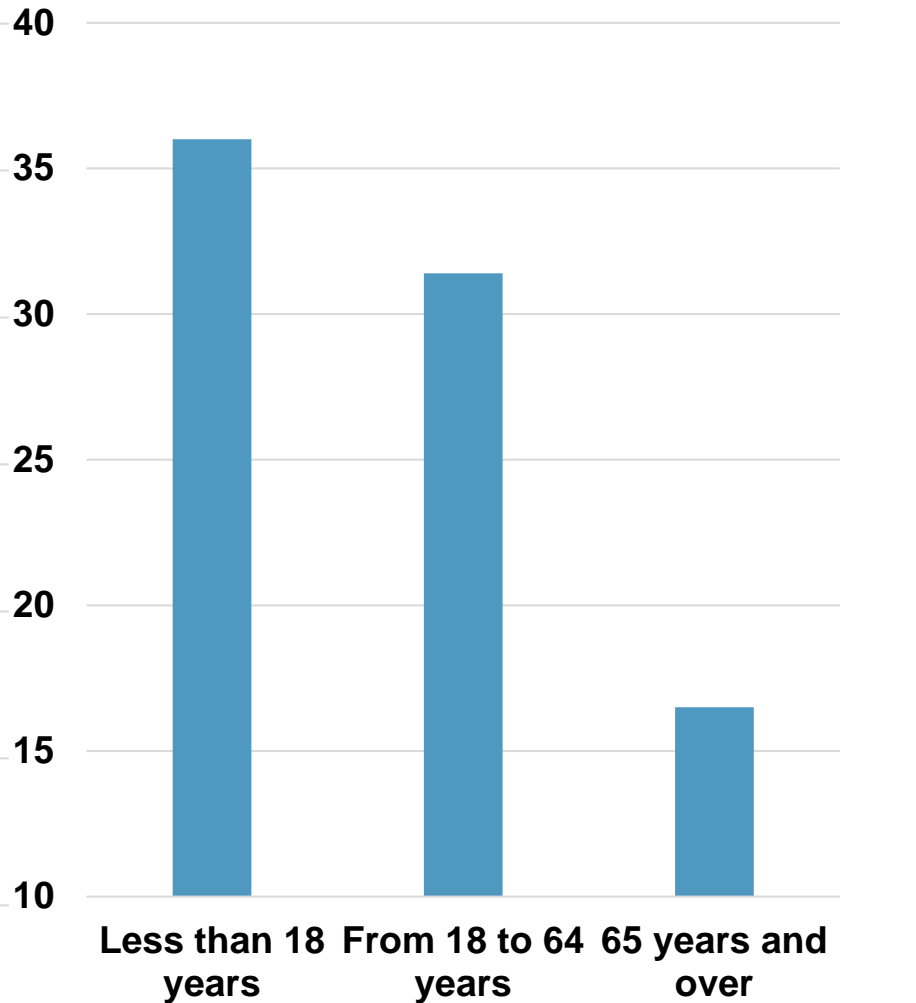


...The Intergenerational Equity

Government spending (index, 2000=100)



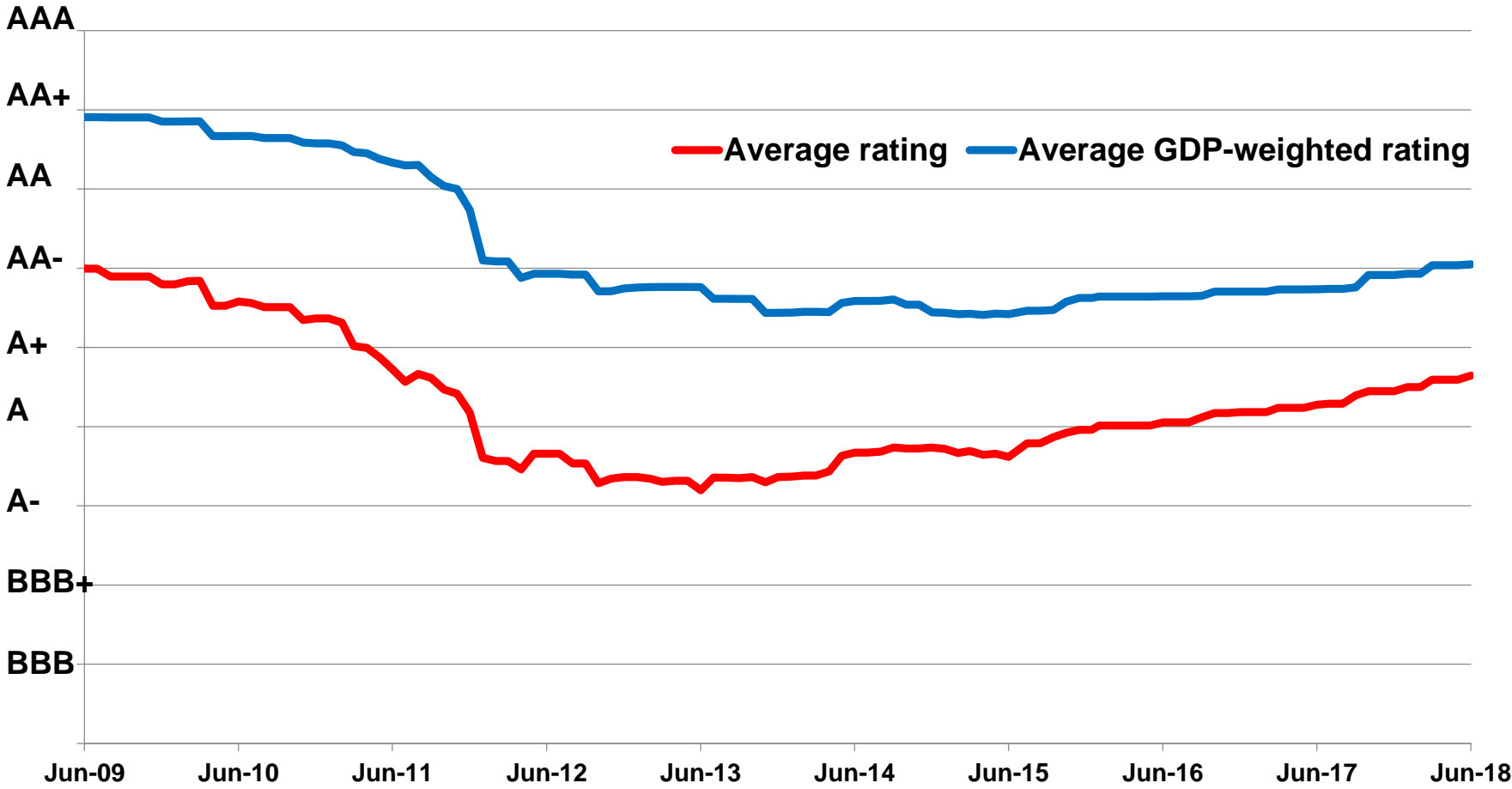
At-Risk-Of-Poverty Rate (% of population)



- **Eurozone Macroeconomic Outlook**
- **Eurozone Sovereign Ratings**

Eurozone sovereign ratings: Getting Better

Average Eurozone sovereign ratings, 2009 - 2018



Eurozone: Sovereign Ratings

Sovereign	FC Ratings	Sovereign	FC Ratings
Germany	AAA/Stable/A-1+	Slovakia	A+/Stable/A-1
Luxembourg	AAA/Stable/A-1+	Lithuania	A/Stable/A-1
The Netherlands	AAA/Stable/A-1+	Latvia	A/Stable/A-1
Austria	AA+/Stable/A-1+	Malta	A-/Positive/A-2
Finland	AA+/Stable/A-1+	Spain	A-/Positive/A-2
France	AA/Stable/A-1+	Italy	BBB/Stable/A-2
Belgium	AA/Stable/A-1+	Portugal	BBB-/Positive/A-3
Estonia	AA-/Stable/A-1+	Cyprus	BBB-/Stable/A-3
Slovenia	A+/Positive/A-1	Greece	B+/Positive/B
Ireland	A+/Stable/A-1		

Where to find sovereign data: spratings.com/sri

Sovereign Risk Indicators
2018 Estimates

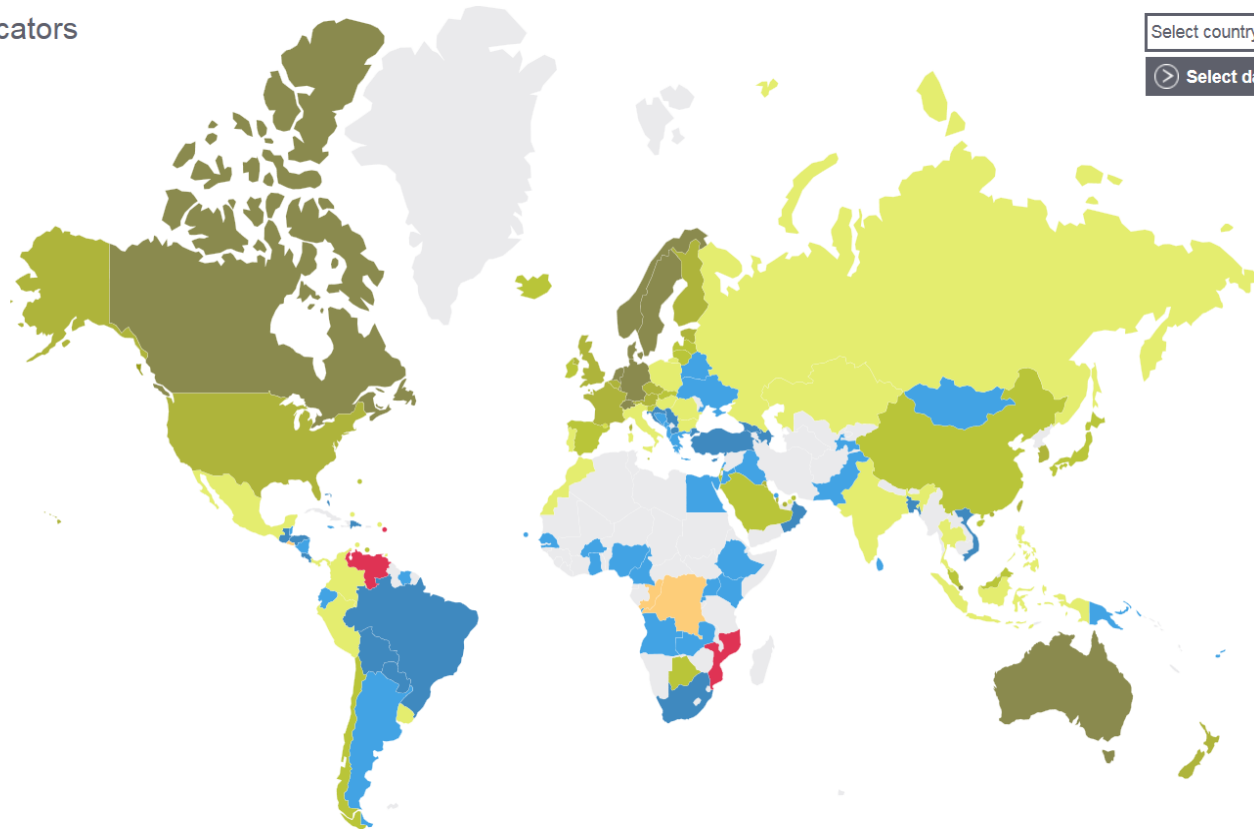
Updated As of July 5, 2018

Select country on map or search by name...

> Select data to compare

RATING SCALE

AAA	AA	A	BBB
BB	B	CCC	SD



Merci

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Global Market Intelligence or its affiliates (collectively, S&P Global). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Global and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Global Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Global Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P GLOBAL PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Global Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P Global Market Intelligence's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P Global Market Intelligence assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P Global Market Intelligence does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P Global Market Intelligence has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P Global Market Intelligence does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

S&P Global keeps certain activities of its divisions separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions of S&P Global may have information that is not available to other S&P Global divisions. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P Global Ratings does not contribute to or participate in the creation of credit scores generated by S&P Global Market Intelligence. Lowercase nomenclature is used to differentiate S&P Global Market Intelligence PD credit model scores from the credit ratings issued by S&P Global Ratings.

S&P Global may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P Global reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P Global's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.globalcreditportal.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P Global publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.