

Actualité de l'Agence France Trésor page 1	Actualité économique page 2	Données générales sur la dette page 3	Marché secondaire page 5	Dettes négociables de l'État page 6	Économie française et comparaisons internationales page 8
------------------------------------------------------	---------------------------------------	-------------------------------------------------	------------------------------------	-----------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------

L'Agence France Trésor a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'État au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions de sécurité.

Actualité de l'Agence France Trésor

Le programme de stabilité a actualisé les hypothèses de taux d'intérêt à la baisse par rapport au PLF 2016

Michel Sapin et Christian Eckert ont présenté le 13 avril 2016 le programme de stabilité 2016-2019. Ce document trace les grandes lignes de la stratégie des finances publiques et en fixe les principaux objectifs : le redressement de l'économie française et la poursuite de l'assainissement des comptes publics.

Le programme de stabilité est accompagné de nouvelles prévisions macroéconomiques et de finances publiques. Il a en particulier été l'occasion d'une actualisation des hypothèses* de taux d'intérêt de la dette française.

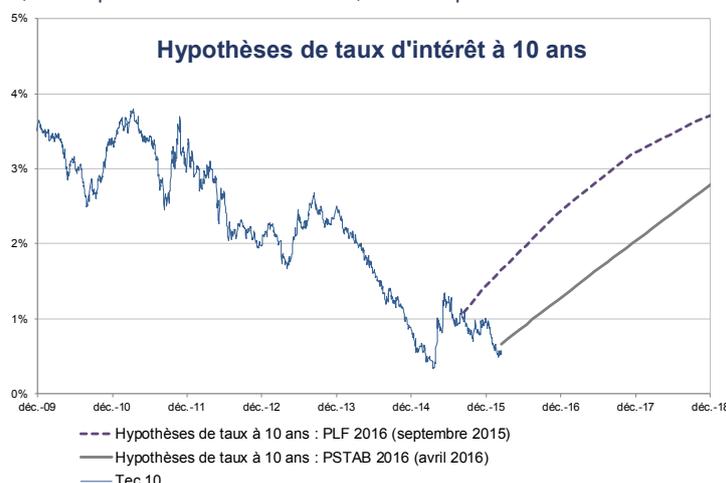
Les hypothèses macroéconomiques retenues pour le projet de loi de finances 2016 sont maintenues. Après une progression de 1,2 % en 2015, la prévision de croissance, sur laquelle se fonde la trajectoire de finances publiques, est toujours de 1,5 % pour les années 2016 et 2017. La nouvelle baisse du prix du pétrole se traduit, en revanche, par une inflation quasiment nulle en 2016 (0,1 % après 0,0 % en 2015), avant de se redresser à +1,0 % en 2017.

En 2015, la France a continué de bénéficier de conditions de financement très favorables, grâce au maintien de la confiance des investisseurs et aux effets de la politique monétaire accommodante (Quantitative easing ou QE) menée par la Banque centrale européenne (BCE). Les taux à l'émission pour les titres à court terme (BTF) sont ressortis en moyenne à -0,19 %. Ils ont terminé l'année en-dessous de -0,30 %, soit un taux inférieur à celui de la facilité de dépôt de la BCE, abaissé en décembre. De même, les taux à l'émission des titres à plus d'un an se sont établis à 0,63 % en moyenne annuelle, soit un niveau historiquement faible.

Le profil de taux d'intérêt sous-jacent à la prévision de la charge de la dette repose sur l'hypothèse d'un resserrement de la politique monétaire européenne à partir de 2017. Il est par ailleurs cohérent avec le scénario macroéconomique global de remontée de la croissance et de l'inflation.

Les taux courts se stabiliseraient au niveau résultant de la baisse des taux directeurs intervenue en mars. Ils commenceraient à remonter à partir de 2017 en conséquence du resserrement attendu de la politique monétaire de la BCE. Ils connaîtraient ensuite une progression de 80 points de base par an, du fait de la normalisation des conditions de financement accompagnant l'amélioration du contexte macroéconomique.

Il est supposé que les taux longs remontent progressivement courant 2016 : le taux à 10 ans atteindrait 1,25 % d'ici fin 2016 sous l'effet de l'affermissement de la croissance. Il progresserait ensuite de 75 points de base par an, en conséquence de l'amélioration des conditions macroéconomiques et, à compter du 1^{er} trimestre 2017, de la disparition de l'effet modérateur de la politique d'achats d'actifs de la BCE.



(*) Nota Bene : les hypothèses d'évolution de taux d'intérêt ne constituent pas un objectif ou une prévision de l'AFT mais visent à contribuer à la programmation budgétaire, qui requiert une prévision pluriannuelle de charge de la dette. Elles sont cohérentes avec les prévisions macroéconomiques sous-jacentes à la programmation budgétaire française ainsi qu'avec les orientations avancées de politique monétaire (forward guidance) des principales banques centrales. Elles ne reflètent pas forcément les anticipations déduites de prix de marché (taux forwards).



À certains égards, les conditions actuelles du marché rappellent celles qui prévalaient en avril/mai 2015 : la BCE poursuit ses achats, les rendements du Bund (taux allemand à 10 ans) sont (à nouveau) proches de leurs niveaux historiquement les plus bas et il semble que la pression inflationniste restera faible. Néanmoins, l'an dernier, le Bund a surpris les marchés en passant d'un point bas de 0,05% à près de 1%.

Cette forte fluctuation au cours de l'année dernière est due à deux facteurs clés : une valorisation et des positions extrêmes. Cette année, ces deux paramètres sont beaucoup moins extrêmes, ce qui rend peu probable une répétition de la fluctuation des prix de l'an dernier.

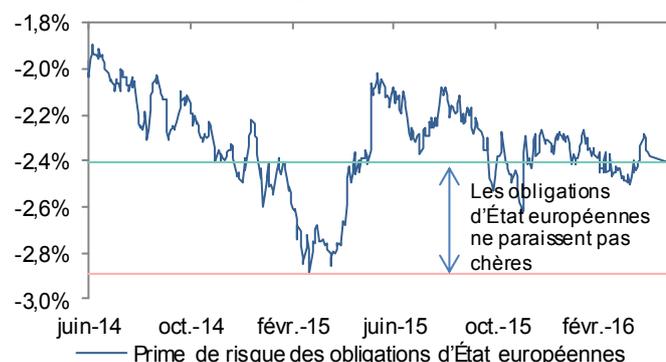
Des valorisations moins extrêmes que l'an dernier

Notre cadre de valorisation des obligations se fonde sur l'utilisation de la **prime de risque des obligations**. Les rendements obligataires devraient être une fonction de l'anticipation de croissance, de l'anticipation d'inflation et d'une prime de risque.

D'où : prime de risque des obligations = taux à 10 ans – anticipation de croissance à long terme – anticipation d'inflation à long terme.

Nous utilisons l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour les estimations de croissance à long terme et le marché des swaps d'inflation pour les anticipations d'inflation. Comme le montre le graphique ci-dessous, même si les rendements obligataires ne sont que légèrement supérieurs à ceux d'avril/mai 2015, la prime de risque des obligations est plus élevée de près de 60 points de base en raison d'anticipations d'inflation et de croissance plus faibles. Selon la mesure de la prime de risque, les obligations d'État européennes sont proches du milieu de la fourchette observée au cours des deux dernières années.

Figure 1) La prime de risque des obligations suggère que les obligations d'État européennes ne sont pas aussi chères que l'an dernier.



Source : Bloomberg

Des positions neutres aujourd'hui

Les positions très marquées des investisseurs, tant les investisseurs issus de la sphère réelle de l'économie (fondamentaux macroéconomiques) que les fonds CTA (positionnement directionnel), ont constitué le second facteur de la fluctuation des prix l'an dernier.

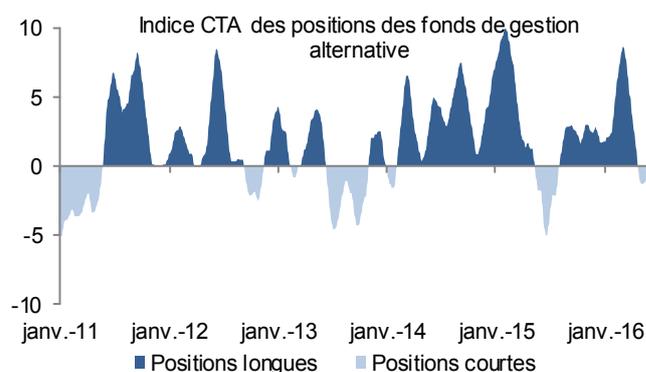
Nos indices propriétaires qui cherchent à suivre les positions des investisseurs CTA montrent que si ces derniers avaient des positions longues record en avril/mai de l'an dernier, leurs positions sont presque neutres aujourd'hui. Ces investisseurs qui suivent la tendance utilisent les moyennes mobiles pour profiter de l'inertie du mouvement et la taille de leurs positions dépend de trois facteurs :

- **la force du signal**, mesurée par l'écart entre la moyenne mobile et le niveau actuel de rendement (ou de prix) ;
- **la permanence du signal**, mesurée en nombre de jours où le rendement se situait en dessous de la moyenne mobile ;
- **la volatilité**, avec des positions réduites si le rendement (ou le prix) est trop volatil et vice-versa.

En utilisant les facteurs ci-dessus, nous pouvons modéliser la position des fonds de gestion alternative suiveurs de tendance. Comme le montre le graphique ci-dessous, les positions longues d'avril 2015 contrastent avec les positions d'aujourd'hui qui sont déjà redevenues presque neutres.

Aussi, compte tenu des valorisations moins extrêmes et des positions neutres, nous ne pensons pas que la vente massive d'obligations d'État européennes soit susceptible de se reproduire. Le scénario que nous privilégions est le suivant : à court terme les taux des pays hors périphérie resteront dans une fourchette limitée.

Figure 2) Positions actuellement presque neutres



Source : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Avertissement : en ouvrant cette tribune, l'Agence France Trésor offre à des économistes l'occasion d'exposer librement leur opinion ; les propos ici exprimés n'engagent donc que les auteurs et en aucun cas l'Agence France Trésor, ni le Ministère des Finances et des Comptes publics.

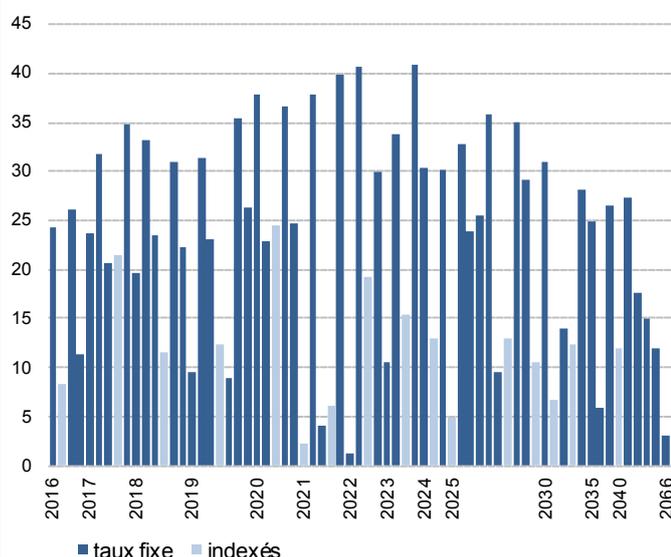
Calendrier indicatif d'adjudication

		Court terme				Moyen terme	Long terme	Indexés
Juin 2016	date d'adjudication	6	13	20	27	16	2	16
	date de règlement	8	15	22	29	20	6	20
Juillet 2016	date d'adjudication	4	11	18	25	21	7	21
	date de règlement	6	13	20	27	25	11	25

Source : Agence France Trésor

Dette négociable à moyen et long terme de l'État au 30 avril 2016

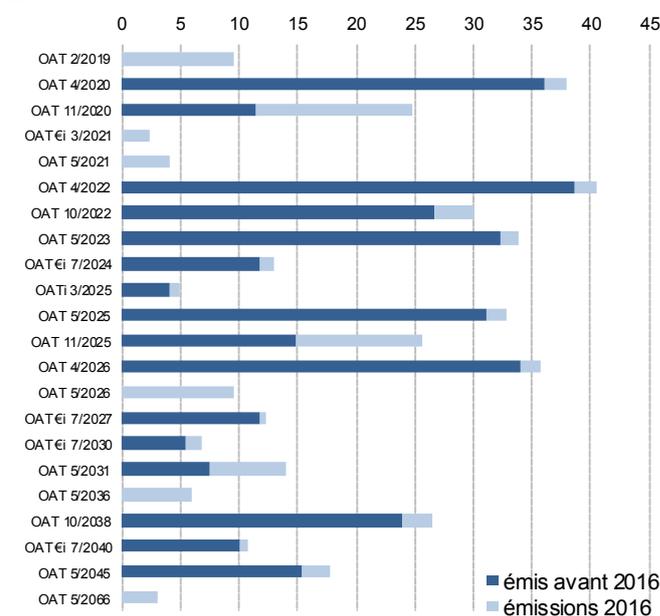
Encours actualisé par ligne, en milliards d'euros



Source : Agence France Trésor

Moyen et Long Terme : émissions de l'année et cumul au 30 avril 2016

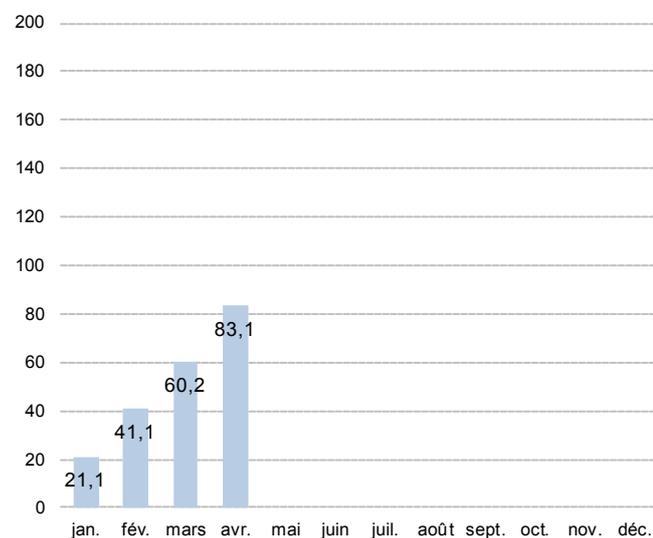
En milliards d'euros



Source : Agence France Trésor

Émissions nettes des rachats au 30 avril 2016

En milliards d'euros



Source : Agence France Trésor

Moyen et Long Terme : échéancier prévisionnel au 30 avril 2016

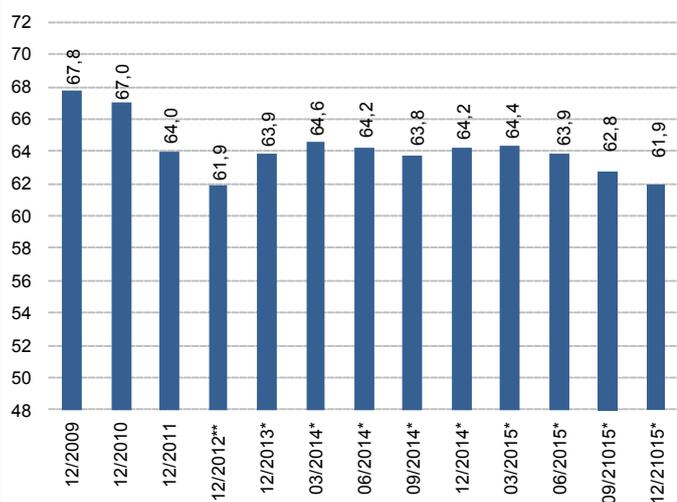
En milliards d'euros

Mois	Intérêts	Amortissements
mai-16	3,7	
juin-16		
juil-16	3,7	32,2
août-16		
sept-16		
oct-16	16,0	26,2
nov-16	1,2	11,4
déc-16		
janv-17		
févr-17	0,4	23,4
mars-17	0,0	
avr-17	15,2	31,3

Source : Agence France Trésor

Détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'État : 4^{ème} trimestre 2015

En % de la dette négociable exprimée en valeur de marché



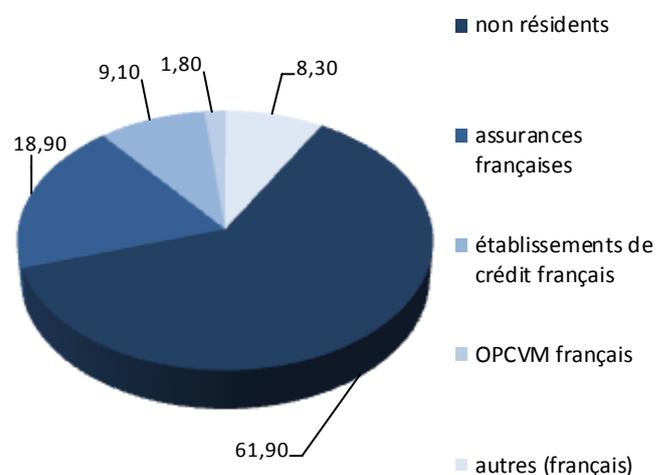
* Chiffres établis avec les positions titres trimestrielles

** Chiffres révisés avec la position titres définitive

Source : Banque de France

Détention des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs : 4^{ème} trimestre 2015

Structure en % exprimée en valeur de marché



Source : Banque de France

Dette négociable de l'État au 30 avril 2016

En euros

Total Dette à Moyen et Long Terme	1 450 049 164 229
Encours démembré	61 161 289 100
Durée de vie moyenne	8 ans et 15 jours
Total Dette à Court Terme	154 814 000 000
Durée de vie moyenne	117 jours
ENCOURS TOTAL	1 604 863 164 229
Durée de vie moyenne	7 ans et 108 jours

Source : Agence France Trésor

Dette négociable de l'État et contrats d'échanges de taux d'intérêt (« swaps ») au 30 avril 2016

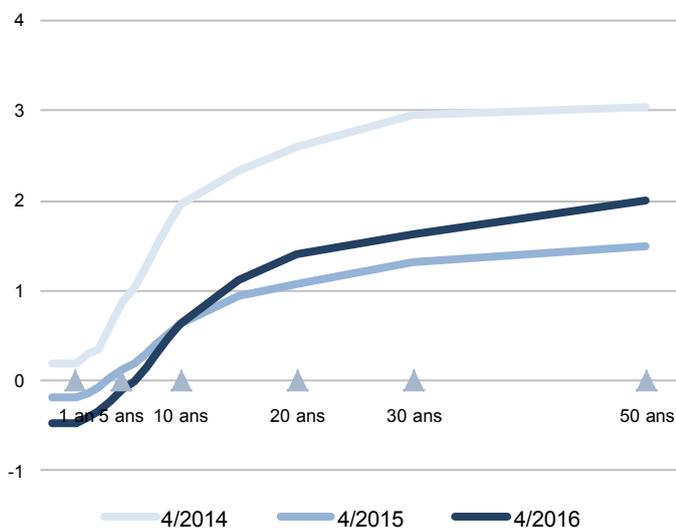
En milliards d'euros

	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	Fin mars 2016	Fin avril 2016
Encours de la dette négociable	1 457	1 528	1 576	1 611	1 605
dont titres indexés	174	189	190	192	192
Moyen et Long Terme	1 283	1 352	1 424	1 457	1 450
Court Terme	174	175	153	155	155
Encours de swaps	7	6	6	6	6
Durée de vie moyenne de la dette négociable					
avant swaps	7 ans	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans
après swaps	5 jours	363 jours	47 jours	33 jours	108 jours
avant swaps	7 ans	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans
après swaps	2 jours	362 jours	47 jours	33 jours	108 jours

Source : Agence France Trésor

Courbe des taux sur titres d'État français

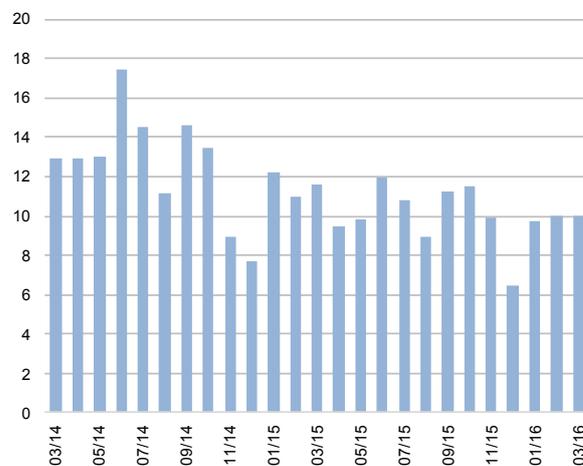
Valeur en fin de mois, en %



Source : Bloomberg

Volume moyen des transactions quotidiennes sur les titres à moyen et long terme

En milliards d'euros



Source : déclarations des SVT, hors flux réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public du système européen de l'Eurosystème.

Montant des opérations de démembrement et de remembrement

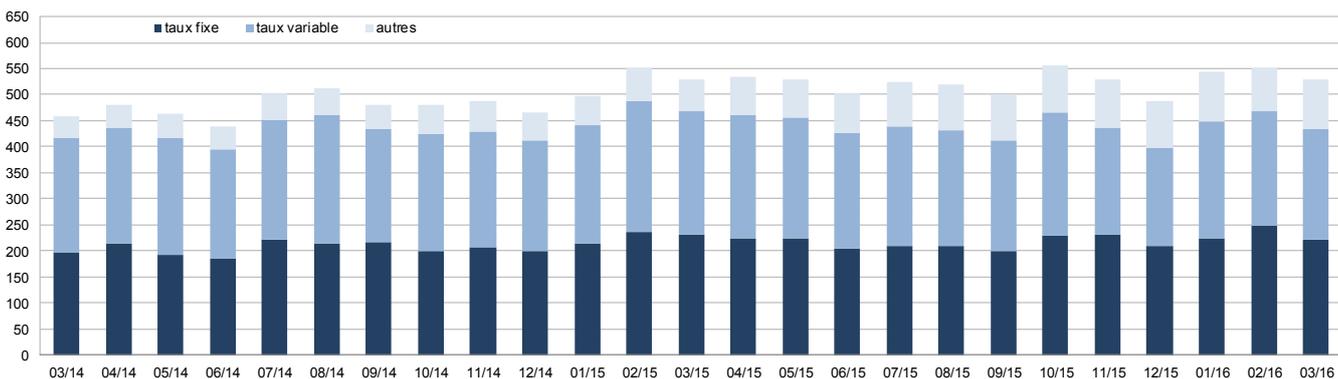
En milliards d'euros



Source : Euroclear

Encours des pensions des SVT en fin de mois

En milliards d'euros



Source : déclarations des SVT

Dette à court terme au 30 avril 2016

	Échéance	Encours (€)
BTF	4 mai 2016	6 286 000 000
BTF	11 mai 2016	6 018 000 000
BTF	19 mai 2016	7 302 000 000
BTF	25 mai 2016	4 895 000 000
BTF	1 juin 2016	7 601 000 000
BTF	8 juin 2016	5 454 000 000
BTF	15 juin 2016	7 092 000 000
BTF	22 juin 2016	7 262 000 000
BTF	29 juin 2016	7 576 000 000
BTF	6 juillet 2016	6 366 000 000
BTF	13 juillet 2016	7 290 000 000
BTF	20 juillet 2016	5 332 000 000
BTF	27 juillet 2016	3 594 000 000
BTF	3 août 2016	6 538 000 000
BTF	18 août 2016	5 862 000 000
BTF	31 août 2016	6 504 000 000
BTF	14 septembre 2016	5 555 000 000
BTF	28 septembre 2016	3 150 000 000
BTF	12 octobre 2016	8 049 000 000
BTF	9 novembre 2016	7 161 000 000
BTF	7 décembre 2016	3 590 000 000
BTF	4 janvier 2017	7 090 000 000
BTF	1 février 2017	6 746 000 000
BTF	1 mars 2017	6 366 000 000
BTF	29 mars 2017	6 135 000 000

Dette à moyen et long terme (échéances 2016–2019) au 30 avril 2016

code	libellé	encours (€)	coeff. ind.	encours nomi. (€)	démembrés (€)
	Échéance 2016	70 178 122 770			
FR0119580050	BTAN 2,5% 25 juillet 2016	24 221 500 000			–
FR0119105791	BTANi 0,45% 25 juillet 2016	8 349 622 770	(1) 1,04253	8 009 000 000	–
FR0000187361	OAT 5% 25 octobre 2016	26 204 000 000			221 517 000
FR0011857218	OAT 0,25% 25 novembre 2016	11 403 000 000			0
	Échéance 2017	132 282 367 300			
FR0120473253	BTAN 1,75% 25 février 2017	23 615 000 000			–
FR0010415331	OAT 3,75% 25 avril 2017	31 811 000 000			0
FR0120746609	BTAN 1% 25 juillet 2017	20 593 000 000			–
FR0010235176	OATi 1% 25 juillet 2017	21 488 367 300	(1) 1,12534	19 095 000 000	0
FR0010517417	OAT 4,25% 25 octobre 2017	34 775 000 000			0
	Échéance 2018	141 062 092 890			
FR0012634558	OAT 0% 25 février 2018	19 622 000 000			0
FR0010604983	OAT 4% 25 avril 2018	33 269 000 000			0
FR0011394345	OAT 1% 25 mai 2018	23 412 000 000			0
FR0011237643	OAT€i 0,25% 25 juillet 2018	11 547 092 890	(1) 1,02577	11 257 000 000	0
FR0010670737	OAT 4,25% 25 octobre 2018	30 947 000 000			0
FR0011523257	OAT 1% 25 novembre 2018	22 265 000 000			0
	Échéance 2019	147 106 184 246			
FR0013101466	OAT 0% 25 février 2019	9 480 000 000			0
FR0000189151	OAT 4,25% 25 avril 2019	31 478 000 000			0
FR0011708080	OAT 1% 25 mai 2019	23 095 000 000			0
FR0010850032	OATi 1,3% 25 juillet 2019	12 432 894 800	(1) 1,05902	11 740 000 000	0
FR0000570921	OAT 8,5% 25 octobre 2019	8 844 392 893			5 710 385 100
FR0010776161	OAT 3,75% 25 octobre 2019	35 410 000 000			0
FR0011993179	OAT 0,5% 25 novembre 2019	26 333 000 000			0
FR0000570954	OAT cap. 9,82% 31 décembre 2019	32 896 553	(2)	6 692 154	–

(1) valeur nominale x coefficient d'indexation (valeur nominale si le coefficient est inférieure à 1)

(2) y.c. intérêts capitalisés au 31/12/2015 ; non offerte à la souscription

Dette à moyen et long terme (échéances 2020 et plus) au 30 avril 2016

code	libellé	encours (€)	coeff. ind.	encours nomi. (€)	démembrés (€)
	Échéance 2020	146 684 912 900			
FR0010854182	OAT 3,5% 25 avril 2020	37 927 000 000			0
FR0012557957	OAT 0% 25 mai 2020	22 969 000 000			0
FR0010050559	OAT€i 2,25% 25 juillet 2020	24 444 912 900 (1)	1,20359	20 310 000 000	0
FR0010949651	OAT 2,5% 25 octobre 2020	36 562 000 000			0
FR0012968337	OAT 0,25% 25 novembre 2020	24 782 000 000			0
	Échéance 2021	90 222 910 480			
FR0013140035	OAT€i 0,1% 1 mars 2021	2 290 000 000 (1)	0,98667	2 290 000 000	0
FR0010192997	OAT 3,75% 25 avril 2021	37 837 000 000			0
FR0013157096	OAT 0% 25 mai 2021	4 095 000 000			0
FR0011347046	OATi 0,1% 25 juillet 2021	6 109 910 480 (1)	1,00294	6 092 000 000	0
FR0011059088	OAT 3,25% 25 octobre 2021	39 891 000 000			0
	Échéance 2022	91 094 073 540			
FR0000571044	OAT 8,25% 25 avril 2022	1 243 939 990			617 468 400
FR0011196856	OAT 3% 25 avril 2022	40 615 000 000			0
FR0010899765	OAT€i 1,1% 25 juillet 2022	19 183 133 550 (1)	1,06995	17 929 000 000	0
FR0011337880	OAT 2,25% 25 octobre 2022	30 052 000 000			0
	Échéance 2023	100 827 856 093			
FR0000571085	OAT 8,5% 25 avril 2023	10 606 195 903			5 488 400 200
FR0011486067	OAT 1,75% 25 mai 2023	33 867 000 000			0
FR0010585901	OATi 2,1% 25 juillet 2023	15 472 660 190 (1)	1,09093	14 183 000 000	0
FR0010466938	OAT 4,25% 25 octobre 2023	40 882 000 000			459 585 000
	Échéance 2024	73 504 262 440			
FR0011619436	OAT 2,25% 25 mai 2024	30 355 000 000			10 000 000
FR0011427848	OAT€i 0,25% 25 juillet 2024	12 914 262 440 (1)	1,00196	12 889 000 000	0
FR0011962398	OAT 1,75% 25 novembre 2024	30 235 000 000			46 000 000
	Échéance 2025	87 397 928 118			
FR0012558310	OATi 0,1% 1 mars 2025	4 987 000 000 (1)	0,99438	4 987 000 000	0
FR0012517027	OAT 0,5% 25 mai 2025	32 870 000 000			0
FR0000571150	OAT 6% 25 octobre 2025	23 968 928 118			3 143 464 400
FR0012938116	OAT 1% 25 novembre 2025	25 572 000 000			0
	Échéance 2026	45 401 000 000			
FR0010916924	OAT 3,5% 25 avril 2026	35 814 000 000			139 313 000
FR0013131877	OAT 0,5% 25 mai 2026	9 587 000 000			0
	Échéance 2027	47 938 019 200			
FR0011008705	OAT€i 1,85% 25 juillet 2027	12 909 019 200 (1)	1,05440	12 243 000 000	0
FR0011317783	OAT 2,75% 25 octobre 2027	35 029 000 000			0
	Échéance 2028	23 815 557			
FR0000571226	OAT zéro coupon 28 mars 2028	23 815 557 (3)		46 232 603	-
	Échéance 2029	39 624 616 085			
FR0000571218	OAT 5,5% 25 avril 2029	29 091 880 458			3 393 609 100
FR0000186413	OATi 3,4% 25 juillet 2029	10 532 735 627 (1)	1,24366	8 469 144 000	0
	Échéance 2030	37 826 000 000			
FR0011883966	OAT 2,5% 25 mai 2030	31 023 000 000			0
FR0011982776	OAT€i 0,7% 25 juillet 2030	6 803 000 000 (1)	0,98909	6 803 000 000	0
	Échéance 2031	13 925 000 000			
FR0012993103	OAT 1,5% 25 mai 2031	13 925 000 000			0
	Échéance 2032 et plus	184 950 002 610			
FR0000188799	OAT€i 3,15% 25 juillet 2032	12 389 916 800 (1)	1,21948	10 160 000 000	0
FR0000187635	OAT 5,75% 25 octobre 2032	28 114 322 600			11 061 657 400
FR0010070060	OAT 4,75% 25 avril 2035	25 004 000 000			5 130 667 000
FR0013154044	OAT 1,25% 25 mai 2036	6 000 000 000			0
FR0010371401	OAT 4% 25 octobre 2038	26 534 000 000			4 922 011 400
FR0010447367	OAT€i 1,8% 25 juillet 2040	12 049 763 210 (1)	1,12963	10 667 000 000	0
FR0010773192	OAT 4,5% 25 avril 2041	27 307 000 000			7 353 039 000
FR0011461037	OAT 3,25% 25 mai 2045	17 707 000 000			500 600 000
FR0010171975	OAT 4% 25 avril 2055	14 926 000 000			7 217 088 000
FR0010870956	OAT 4% 25 avril 2060	11 918 000 000			5 746 484 100
FR0013154028	OAT 1,75% 25 mai 2066	3 000 000 000			0

(1) valeur nominale x coefficient d'indexation (valeur nominale si le coefficient est inférieur à 1)

(3) valeur actualisée au 28/03/2016 ; non offerte à la souscription

Derniers indicateurs conjoncturels

Production industrielle, glissement annuel	0,5%	03/2016
Consommation des ménages*, glissement annuel	2,2%	04/2016
Taux de chômage (BIT)	10,2%	03/2016
Prix à la consommation, glissement annuel		
ensemble	-0,2%	04/2016
ensemble hors tabac	-0,2%	04/2016
Solde commercial, fab-fab, cvs	-4,4 Md€	03/2016
" "	-5,1 Md€	02/2016
Solde des transactions courantes, cvs	-1,8 Md€	03/2016
" "	-4,1 Md€	02/2016
Taux de l'échéance constante 10 ans (TEC10)	0,50%	30/5/2016
Taux d'intérêt à 3 mois (Euribor)	-0,26%	27/5/2016
Euro / dollar	1,1139	30/5/2016
Euro / yen	123,85	30/5/2016

* produits manufacturés

Sources : Insee, Minefi, Banque de France

Situation mensuelle du budget de l'État

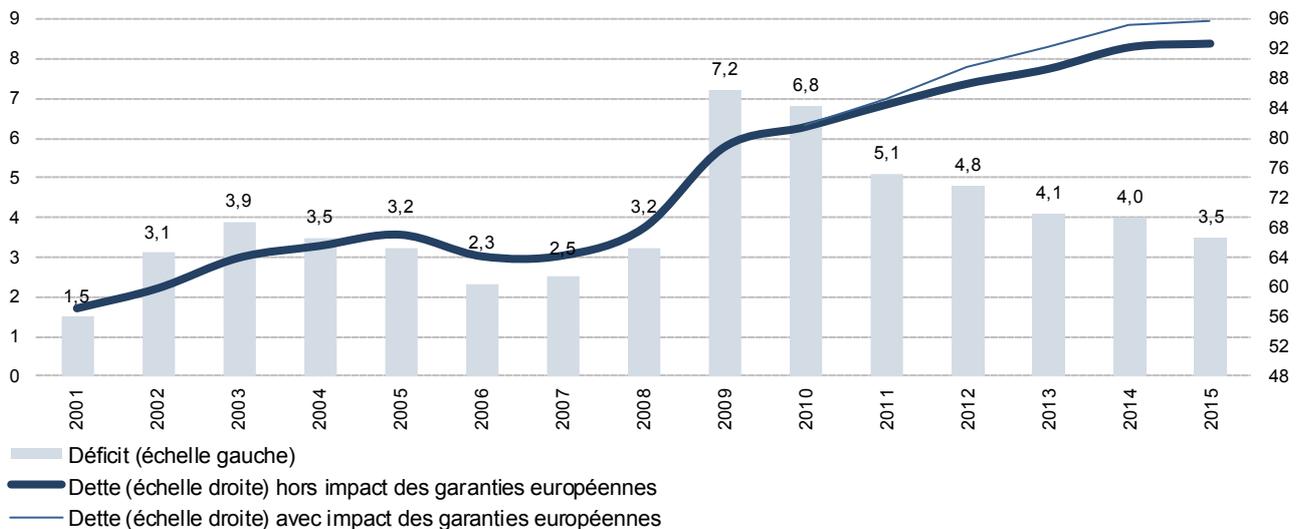
En milliards d'euros

	2014	2015	niveau à la fin mars		
			2014	2015	2016
Solde du budget général	-85,71	-72,15	-14,99	-14,28	-9,01
Recettes	291,95	299,66	73,70	74,25	76,69
Dépenses	377,66	371,80	88,70	88,53	85,70
Solde des comptes spéciaux du Trésor	0,16	1,62	-13,03	-12,01	-18,48
Solde général d'exécution	-85,56	-70,52	-28,02	-26,29	-27,49

Source : Minefi

Finances publiques : déficit et dette

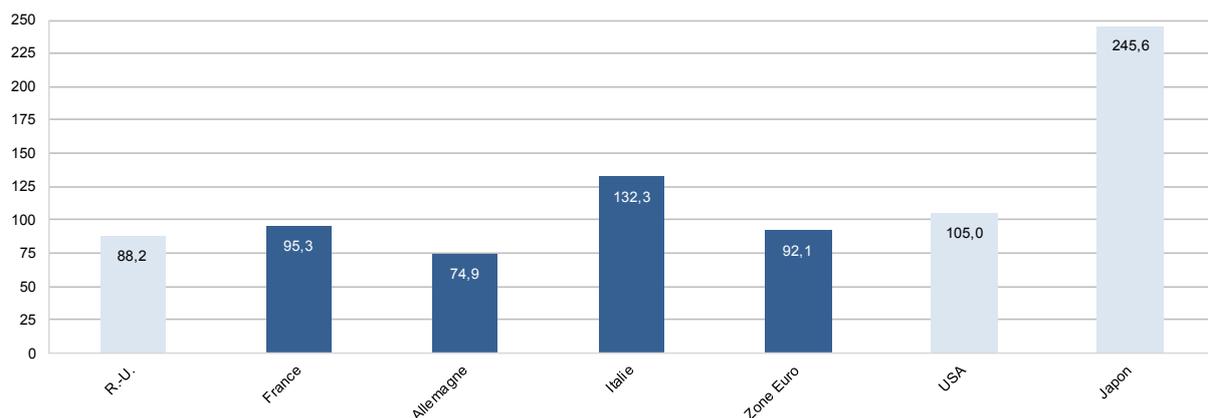
En % du PIB



Sources : Eurostat, Insee

Dette des administrations publiques en 2014

En % du PIB



Sources : Eurostat (2016), FMI (2015), Insee (2016)

Calendriers des indicateurs économiques français

Jun 2016		Juillet 2016
Commerce extérieur en avril	 7	Commerce extérieur en mai
Balance des paiements en avril	 7	Balance des paiements en mai
Emploi salarié : résultats définitifs 2016 T1	 8	Production industrielle en mai
Production industrielle en avril	 12	Perspectives économiques de l'Eurozone - 2016 T3
Prix à la consommation : indice de mai	 13	Prix à la consommation : indice de juin
Inflation (IPCH) : indice de mai	 15	Inflation (IPCH) : indice de juin
Conjoncture dans l'industrie : enquête mensuelle de juin	 21	Conjoncture dans l'industrie : enquête mensuelle de juillet
Demandeurs d'emploi en mai	 21	Conjoncture dans l'industrie : enquête trimestrielle de juillet
Comptes nationaux trimestriels : résultats détaillés 2016 T1	 26	Demandeurs d'emploi en juin
Conjoncture auprès des ménages : enquête de juin	 27	Conjoncture auprès des ménages : enquête de juillet
Construction neuve en mai	 27	Prix à la production dans l'industrie : indice de juin
Prix à la production dans l'industrie : indice de mai	 28	Construction neuve en juin
Dette trimestrielle des administrations publiques 2016 T1	 29	Consommation des ménages en produits manufacturés en juin
Consommation des ménages en produits manufacturés en mai	 29	Réserves nettes de change en juin
Réserves nettes de change en mai		

Sources : Insee, Eurostat

Cette publication, propriété exclusive de l'AFT, est protégée, dans toutes ses composantes, par les dispositions du code de la propriété intellectuelle, notamment celles relatives aux droits d'auteur. Toute reproduction des contenus, intégrale ou partielle, par quelque moyen que ce soit, non autorisée par l'Agence, est strictement interdite.

En conséquence, toute reproduction des contenus de l'œuvre, exclusivement limitée à des fins non commerciales, devra dans tous les cas obtenir l'autorisation du titulaire des droits.

La demande d'autorisation devra être exercée auprès du directeur de la publication, par e-mail, à l'adresse suivante : « contact@aft.gouv.fr ».

Les réutilisations devront indiquer la source et la date de la reproduction, assorties du symbole du copyright ©Agence France Trésor.