

Les déficits de l'assurance-maladie financés de manière largement désintermédiée depuis 2011 et à un taux négatif dès 2015

Alain Gubian, Emmanuel Laurent, Rémi Pellet, Agnès Schweitzer

▶ **To cite this version:**

Alain Gubian, Emmanuel Laurent, Rémi Pellet, Agnès Schweitzer. Les déficits de l'assurance-maladie financés de manière largement désintermédiée depuis 2011 et à un taux négatif dès 2015. Journal de droit de la santé et de l'assurance maladie, 2018, 18, pp.89-97. hal-01770225

HAL Id: hal-01770225

https://u-paris.hal.science/hal-01770225

Submitted on 2 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Copyright

Alain Gubian
Directeur financier, Directeur des statistiques, des études et de la prévision, Acoss

Emmanuel Laurent
Directeur financier adjoint, Acoss

Rémi Pellet
Professeur à l'Université Paris Descartes et à Sciences-Po Paris, membre de l'Institut Droit et Santé, Université Paris Descartes, Sorbonne Paris Cité, Inserm UMR S 1145

Agnès Schweitzer
Avocat au barreau de Paris, Consultant, Cabinet Ginestié Magellan Paley-Vincent

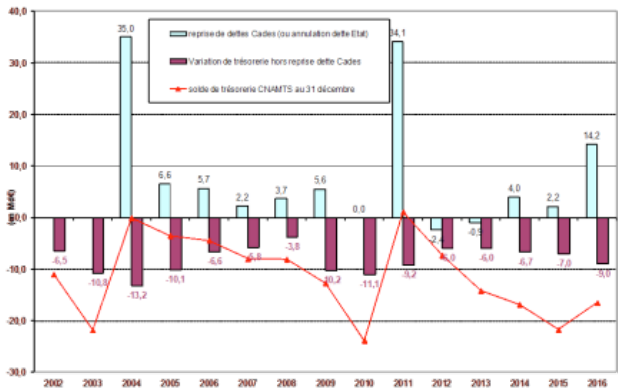
Les déficits de l'assurance-maladie financés de manière largement désintermédiée depuis 2011 et à un taux négatif dès 2015

Depuis le début des années quatre-vingt-dix le solde comptable de la branche maladie a toujours été déficitaire. Depuis 2002, le déficit cumulé atteint 113.9 Md€ à fin 2016 (soit -7,6 Md€ en moyenne annuelle avec un minimum de -4.4 Md€ en 2008). L'année 2012 avait enregistré un déficit de -5,9 Md€ en forte amélioration par rapport au déficit historique observé en 2010 (-11,6 Md€, comme en 2004). Mais le ralentissement de l'évolution de l'assiette des cotisations conduit à une dégradation de 0,9 Md€ en 2013, le déficit atteignant -6,8 Md€. Entre 2014 et 2016, le déficit est en légère réduction chaque année : respectivement -6,5 Md€, - 5,8 Md€ et -4,8 Md€ en 2016. Pour 2017, la Commission des comptes de la Sécurité sociale de septembre 2017, prévoit un déficit prévisionnel de -4,1Md€ pour la branche maladie en 2017 et -0,8 Md€ en 2018.

Cette situation constamment déficitaire sur longue période a eu deux impacts sur la gestion de trésorerie de la branche maladie. D'une part des reprises de dette de la Cades ont été nécessaires, depuis sa création, pour que le compte de trésorerie de la CNAMTS à l'Acoss revienne à l'équilibre (2004 et 2011) puisqu'aucun excédent ne vient compenser les déficits **(graphique 1)**. D'autre part, l'Acoss, dont la mission est d'assurer la trésorerie des branches du régime général et qui a porté des déficits importants ces 14 dernières années, a dû faire évoluer en profondeur sa gestion des financements en sollicitant de plus en plus directement et massivement les marchés financiers et en tirant parti de l'évolution favorable des taux pour que les charges financières pèsent le moins possible sur les comptes de la branche maladie.

On rappelle brièvement les évolutions des déficits de la CNAMTS et celles du solde de son compte à l'Acoss compte tenu des reprises de dette par la Cades. On décrit ensuite les grandes évolutions de la gestion des financements par l'Acoss depuis 2004 vers un financement de plus en plus désintermédié. On explique également l'évolution du contexte monétaire, de la structure des financements de l'Acoss (et de la branche maladie) et des taux de financement devenus négatifs dès 2015. Enfin, quelques perspectives seront tracées.

Graphique 1 : Soldes Cnamts et reprise de dettes Cades



Note de lecture : le solde du compte de la CNAMTS à l'Acoss au 31 décembre résulte de sa position un an auparavant, de la variation de trésorerie – le surcroît algébrique des encaissements (hors reprise de dette) sur les tirages opérés sur le compte Acoss - *et de l'éventuelle reprise de dette par la Cades. En 2007 il s'agissait d'une annulation de dette l'État (mesures emploi et prestations prises en charge) avec comme contrepartie une annulation de billets de trésorerie.*

Source : Acoss

1. Des déficits de la branche maladie repris massivement par la Cades en 2016, limitant le besoin de financement de la Cnamts au sein de la trésorerie commune gérée par l'Acoss

Sur la période 2002-2017 le cumul des déficits annuels de la branche maladie devrait s'établir à 117 Md€ (avec une prévision de déficit de 7,9 Md€ pour 2018) et le cumul des variations de trésorerie annuelles à -125,8 Md€. Ces évolutions ont nécessité des reprises de dettes Maladie par la Cades pour un total de 109,7 Md€ sur un total repris par la Cades de 260,5 Md€ pour l'ensemble du régime général et du FSV.

En 2004 le compte de la Cnamts à l'Acoss a retrouvé l'équilibre en fin d'année grâce à une reprise de dette de 35 Md€, décidée dans le cadre de la loi du 13 août 2004, et correspondant aux cumuls des déficits de la branche maladie du régime général au 31 décembre 2003 et au déficit prévisionnel de 2004 **(graphique 1)**. Le compte de la Cnamts a ensuite bénéficié en 2005 et 2006 de la reprise (12,3 Md€) des déficits prévisionnels de ces mêmes années, également décidée dans cette loi de 2004, puis de celle, fin 2008 et début 2009, des déficits des années 2007 et 2008 décidée en loi de financement pour 2009. Le compte de la Cnamts a de nouveau retrouvé l'équilibre en 2011 après la dégradation du déficit imputable à la récession de 2009 et à la suite d'une reprise de dette d'un montant (34,1 Md€) presque équivalent à celle de 2004 correspondant aux déficits 2009 à 2011. Au total de 2002 à 2013, le compte de la Cnamts à l'Acoss a été alimenté par la Cades à hauteur de 87 Md€, dont 52 Md€ depuis le retour à l'équilibre de la fin 2004. Sans ces reprises son solde à l'Acoss s'établirait à fin 2013 à -68 Md€. La part du déficit de la branche maladie dans le déficit à financer du compte Acoss redevient très majoritaire, supérieure à 60 %. Au-delà de 2013, la question d'une reprise de dette sur le risque maladie a été envisagée pour ne pas laisser à nouveau une dette sociale trop importante en gestion pour l'Acoss. En effet, constatant que les reprises décidées en 2011 pour la CNAVTS et le FSV sont et seront moins élevées qu'anticipé du fait des mesures de redressement de la branche vieillesse et du fonds et très en deçà des maxima annuels (10 Md€) et du total (62 Md€ d'ici 2018), le gouvernement a décidé avec l'article 14 de la LFSS 2014 de rendre éligibles la branche maladie puis la branche famille à la reprise de dette dans cette limite annuelle de 10 Md€. Ce mouvement a eu lieu en 2014 et 2015, dans la limite inchangée de 62 Md€ de reprise totale.

Compte tenu des déficits de la CNAV et du FSV, ce sont respectivement 4 Md€ et 2,2 Md€ de déficit maladie pour 2014 et 2015 (déficit alors prévisionnel) qui ont été repris par la Cades au sein des montants totaux de reprise de 10 Md€ annuel en 2014 et 2015.

Dans le cadre de la LFSS 2016, une reprise de dette par la Cades à hauteur de 23,6 Md€ a été fixée dont 14 Md€ pour la branche maladie (6,5 Md€ au titre du déficit 2013, 6,5 Md€ au titre du déficit 2014, et 0,9 Md€ au titre du déficit 2015). Au final, entre 2012 et 2016 les déficits cumulés de la branche maladie atteignent 29,8 Md€, dont 20,1 Md€ repris à fin 2016, dans le respect de la limite globale des 62 Md€ pour l'ensemble des bénéficiaires prévus dans la LFSS 2014.

Ceci a laissé environ **25 à 35 Md€** de dette globale portée par l'Acoss en 2014, 2015 et 2016.

Entre 2014 et 2016, le solde de fin d'année du compte de la Cnamts à l'Acoss s'établit respectivement à -16,9 Md€, -21,7 Md€ et -16 Md€. Le solde global de l'Acoss en fin d'année s'établit sur la même période à -27,5 Md€, -28,7 Md€ et -17,3 Md€. Le solde de la Cnamts représente une parte croissante du solde global de l'Acoss : 61 % puis 76 % pour atteindre 95 % à fin 2016. Le profil de trésorerie de l'Acoss est ainsi composé pour l'essentiel du profil de trésorerie de la Cnamts en 2016 **(cf. annexe, graphique A-3)**. Pour 2017, sous l'hypothèse d'un solde prévisionnel de l'Acoss à fin d'année d'environ -22,4 Md€, le solde de la Cnamts estimé à environ **20 Md€** représenterait près de **90 %** du solde de l'Acoss.

2. La désintermédiation du financement : une évolution déjà ancienne, encore accrue depuis 2014 dont la branche maladie tire bénéfice

2.1 Des premiers emprunts auprès des banques en 2004 aux billets de trésorerie…

La gestion de trésorerie pilotée par l'Acoss pour les branches du régime général a fortement évolué depuis quelques années. Jusqu'en 2003 son banquier, la Caisse des dépôts et consignations, accordait à l'Acoss un droit de tirage sur une ligne de trésorerie correspondant au maximum d'emprunt autorisé par la loi (de financement). En 2004 le très fort déficit cumulé de l'assurance-maladie a conduit l'établissement bancaire à refuser de financer intégralement les besoins de financement de l'agence centrale – le plafond des emprunts autorisés étant porté par la LFSS 2004 au niveau historique de 33 Md€ – limitant en pratique son apport à 20 Md€ dans un premier temps, demandant un protocole spécifique pour le reste et surtout un engagement de l'État à refinancer l'ensemble du passif. Le choix de l'Acoss et des tutelles fut de recourir par appels d'offres à des emprunts auprès des banques spécialistes en valeur du Trésor (SVT), pour un montant prévu de 10 Md€. En raison de la reprise de dette décidée dans la loi d'août 2004 le besoin d'emprunt a toutefois été fortement réduit et le solde du compte de l'Acoss a même été excédentaire en fin d'année (3,4 Md€), le solde de la Cnamts à l'Acoss revenant quant à lui tout juste à l'équilibre. L'Acoss a néanmoins recouru avec succès à ce type d'emprunt à hauteur de 3 Md€ sur 4 mois puis de 4 Md€ sur cinq semaines, bénéficiant de conditions de taux avantageuses. Lors des négociations de la nouvelle convention 2006-2009 la Cdc a réaffirmé les limites de son intervention, à l'intérieur du plafond inscrit en LFSS bien sûr, mais aussi en fonction de « ses propres capacités de mobilisation des fonds ». Dans le préambule de la convention de 2006, la Cdc a ainsi indiqué explicitement un montant maximum de 32 Md€ cohérent avec les prévisions sur quatre ans présentes dans la LFSS 2006.

Tenant compte des besoins d'emprunts importants pour la période concernée (2006-2009), des actions de modernisation de sa gestion de trésorerie, et des limites affichées par la Cdc, la 3ème convention d'objectifs et de gestion (COG, 2006-2009) qui lie l'Acoss et l'État lance le principe d'« une réflexion avec l'État sur l'opportunité d'une diversification des modes de couverture de ce besoin de financement que ce soit en terme de contreparties bancaires ou d'instruments ». Cette COG précise que la CDC gardera « un rôle majeur ».

Par la LFSS 2007 le gouvernement autorisa l'Acoss à émettre des billets de trésorerie et les textes nécessaires furent rapidement publiés (l'article L. 225.1 du code monétaire et financier ajoute l'Acoss à la liste des émetteurs). Par le moyen de ce titre de créance négociable – instrument de financement de court terme des entreprises –, l'AFT plaça dès la fin 2006 près de 5 Md€ d'excédents de trésorerie pendant quelques jours fin 2006 début 2007 pour financer le déficit de l'Acoss. Une telle opération d'optimisation de la gestion de trésorerie des établissements publics avait comme intérêt de réduire le montant de la dette publique au sens de Maastricht d'un quart de point de PIB environ[1]. Dès le remboursement de ces premiers BT, l'ACOSS a commencé à émettre dans le marché afin de couvrir une partie de ses besoins de financements.

Les billets de trésorerie émis par l'ACOSS ont permis de couvrir environ 15 % des besoins en 2007 et 2008 puis 30 % en 2009 **(tableau 1)**. Le programme est rapidement apparu comme un succès en raison de sa souplesse. Il a ainsi permis de faire face à la dégradation importante du profil de trésorerie de l'Acoss au premier trimestre 2009 et donc de satisfaire les objectifs quantitatifs qui lui était assigné. Bénéficiant de la meilleure notation des agences de notation spécialisées (*Moody's P-1 et Fich Ratings F1+*) et d'un plafond d'émission délivré par la Banque de France d'abord de 6,5 Md€ puis de 11,5 Md€, le programme a permis d'obtenir des tarifs tout à fait intéressants. Dans un marché de billets de trésorerie qui évoluait entre 35 et 55 Md€ à cette période, l'Acoss a vite comptée parmi les tous premiers émetteurs en part de marché. La contraction de ce marché au cours de l'année 2009 a même accru la part de l'Acoss. Celle-ci a largement su attirer les placements qui se sont portés sur ses titres sans éviction significative des autres opérateurs.

2.2 Les choix opérés pour 2010 consacrent la place des financements de marché et anticipent une gestion de trésorerie renouvelée et pleinement à l'œuvre depuis 2016

Lors de la préparation de la LFSS 2010, à la fin de l'été 2009, le gouvernement a fait le choix de ne pas reprendre la dette par la Cades en 2010 puisque sinon les prélèvements sociaux (la CRDS) auraient dû être augmentés en pleine crise économique[2]. Le Ministre des comptes publics a présenté un plan devant la Commission des comptes de la Sécurité sociale et devant le Parlement lors des débats relatifs au PLFSS 2010.

« Pour faciliter le retour de la croissance, le Gouvernement écarte toute hausse massive des prélèvements. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle nous avons exclu durant cette crise une reprise de dette du régime général par la CADES. Un transfert de dette aurait en effet nécessité une hausse de la CRDS qui aurait pesé sur le pouvoir d'achat et la croissance. En 2010, l'ACOSS continuera donc à porter le déficit de la sécurité sociale. Plus précisément, elle recourra, en complément de ses instruments classiques de financement (émission de billets de trésorerie et avances de la Cdc), à des émissions complémentaires sur les marchés. Ces émissions seront, d'un point de vue technique, intégralement assurées par l'AFT qui agira comme prestataire de service de l'ACOSS. L'ACOSS couvrira ainsi l'intégralité de son besoin de trésorerie, qui variera, selon les mois de l'année, dans une fourchette comprise entre 30 et environ 60 Md€. **Quand la situation économique sera complètement rétablie, nous nous poserons sereinement la question du traitement de la dette et des déficits.**» (discours d'Eric Woërth à la Commission des comptes de la Sécurité sociale le 1er octobre 2009).

Les sénateurs ayant toutefois souhaité relever la CRDS il leur fut proposé la mise en place au printemps 2010 d'une commission de la dette sociale composée de sénateurs et de députés devant débattre de la sortie de cette situation d'exception.

Le plan de financement 2010 s'appuie sur les avances de la Cdc, dans la limite affichée par elle et qui s'élève à 25 Md€, sur les billets de trésorerie, dans des proportions sans comparaison avec ce qui avait été pratiqué auparavant (plafond passé à 25 Md€, dont 15 pour les opérations de marché et 3ème notation, au plus haut niveau également, par l'agence Standard and Poor's), enfin sur un nouveau programme d'émission géré par l'AFT[3] (« Euro commercial paper », **cf. encadré 1**). Le plan comprend aussi une forte réduction des dettes de l'État envers la Sécurité sociale et la mobilisation des excédents de trésorerie de certains organismes sociaux.

Encadré 1

Mise en place d'un programme ECP avec l'AFT en 2010 et son rapatriement à l'Acoss en 2016

Le bouclage du financement de l'année 2010 repose sur un nouveau programme d'émissions sur les marchés monétaires : un programme d' » Euro commercial paper » (ECP). Si d'autres solutions ont été envisagées, comme le recours à des emprunts bancaires (sous forme de crédits syndiqués, de lignes de trésorerie ...) la profondeur du marché des ECP et la souplesse d'utilisation ont plaidé en leur faveur.

Le marché européen des ECP est un marché de financement à court terme d'une taille d'environ 500 Md€

1 - L'indicateur de dette publique porte sur la dette brute. Ne sont donc pas pris en compte les placements des différents organismes du périmètre, sauf si ceux-ci sont effectués sur des titres d'une autre entité du périmètre de la dette publique.

2 - Lors de la reprise de dette décidée en LFSS 2009 0,2 point de CSG auparavant attribué au FSV avait été octroyé à la Cades sans augmenter les prélèvements mais en accroissant le besoin de financement du FSV et donc de l'Acoss. Une nouvelle reprise de dette implique nécessairement une nouvelle ressource ou un allongement de la durée de vie de la Cades.

3 - Un rapport de l'Inspection générale des finances sur la trésorerie de l'Acoss a élaboré des scénarios de financement pour 2010.

en 2010. Les émetteurs y sont à la fois des entreprises, des sociétés financières et des émetteurs publics ou parapublics. Les banques centrales y interviennent comme investisseurs. Basé à Londres, ce marché comprend déjà trois grands émetteurs français : la CDC, la Cades, la Société de prise de participation de l'État pour des programmes respectifs de 15, 40 et 20 Md€. Les émissions peuvent être en euros ou en devises, principalement le dollar. L'intérêt de ce marché pour l'Acoss est de lui permettre d'accéder à des investisseurs internationaux absents du marché français des billets de trésorerie.

L'accès au marché des ECP est moins réglementé que celui des billets de trésorerie supervisé par la Banque de France et il n'y a pas d'autorisation équivalente à obtenir. La mise en place du programme peut se faire en quelques mois pour choisir les banques qui organiseront le programme (arrangeurs, « dealers », principalement des banques anglo-saxones), mettre en place la communication et la notation du programme. En pratique, et compte tenu de son expérience en ce domaine, l'AFT a pris en charge la gestion du programme d'ECP ; elle agit « au nom et pour le compte de l'Acoss ». Une convention a été signée. Le montant maximal du programme est alors de 20 Md€ et une partie des émissions peut être réalisée en devises. Dans ce cas la couverture est assurée (via des instruments standards de « swap » de devise) pour qu'aucun risque de change ne soit subi par l'Acoss. Les émissions ont pu démarrer en juillet 2010. Le programme d'ECP est noté par trois agences : Fitch, Moodys, S&P. Cette dernière a été ajoutée aux deux agences notant déjà le programme de billet de trésorerie de l'Acoss. Depuis 2010 ces 3 agences notent l'émetteur Acoss au titre des deux programmes de financement.

Après 3 mandats de gestion de 2 ans avec l'AFT, l'Acoss a rapatrié la gestion du programme le 17 févier 2016 et opère ainsi directement les émissions d'ECP. Cette opération, préparée conjointement en 2015, s'est bien déroulée et permet à l'Acoss de mieux optimiser les émissions d'ECP avec d'une part l'évolution de son besoin de trésorerie, d'autre part le programme de billets de trésorerie. Le plafond du programme a été porté à 25 Md€ (niveau du programme de BT) en avril 2017.

La loi de financement pour 2010 autorisa l'Acoss à emprunter jusqu'à 65 Md€. Le déficit au compte Acoss s'afficha finalement à 49,5 Md€, un niveau jamais atteint, bien qu'inférieur à la prévision. En moyenne l'Acoss emprunta 33,3 Md€ dont 60 % financés par la CDC (des emprunts à hauteur de 25 Md€ et une avance potentielle, non utilisée, de 5 Md€) mais les marchés apportèrent en moyenne sur les deux produits d'émission 23 % et l'apport des trésoreries sociales fut de 5,8 Md€, soit 17 % du total.

La loi de financement pour 2011 organisa une reprise de dette sans précédent de 65 Md€ (dont plus de la moitié pour l'assurance-maladie, cf. *supra*) qui ramena le déficit au compte Acoss à de faibles niveaux : -4,7 Md€ à la fin 2011, et permit la très forte réduction du besoin d'emprunt bancaire. La nouvelle convention avec la Cdc pour les années 2011-2014 acta le fait que cette dernière intervenait désormais en complément des financements de marché sur lesquels la compétence de l'Acoss s'est développé et le financement s'inscrit en baisse par rapport aux années précédentes : 14 Md€ maximum en 2013/2014 contre 31 Md€ de financement maximum en 2009/2010. Le financement apporté revêt plusieurs formes :

- Des prêts de 3 mois minimum permettant à l'Acoss de compléter ses sources de financement selon l'évolution de ses besoins annuels de financement dans la limite de 10 Md€ et un tiers du plafond du plafond de la LFSS ;

- Des « prêts-pensions » d'une durée de quelques jours venant compléter les émissions de marché autour de l'échéance du paiement des retraites au 9 de chaque mois à hauteur de 3,5 Md€ en 2011 et 2012 puis 2,5 Md€ en 2013 ;

- Des avances à 24 heures de 1,5 Md€ contribuant à l'ajustement du financement de la trésorerie à très court terme.

En pratique après le remboursement des prêts de 2010 au premier semestre 2011 et jusqu'à l'été 2013 les seuls emprunts mobilisés par l'Acoss auprès de la Cdc furent les « prêts-pensions » de très courte durée. Aussi la nette réduction des besoins de financement (8,1 Md€ en 2012 après 14,4 en 2011, et donc 4 fois plus faibles qu'en 2010) permit de renforcer la part des ressources issues des marchés financiers et de réduire celle des emprunts bancaires. Dès 2011 la part du financement par la Cdc était revenue à 42 % (encore à 60 % en 2010, 70 % en 2009…) et en 2012, cette proportion s'établit à un niveau historiquement faible de 8 %. En contrepartie les emprunts de marché sous forme de BT et d'ECP occupent pour la première fois une part majoritaire dans le financement en 2012 (61 % au total), les opérations de mutualisation des trésoreries sociales ou publiques apportant quant à elles 32 % des financements, soit sous forme de dépôts à l'Acoss, soit sous forme de souscription de billets de trésorerie. Ces financements comprennent des apports d'organismes sociaux *stricto sensu* (CNSA, RSI…) mais aussi de la Cades et de l'Agence France Trésor qui depuis 2006 contribuent au financement dans une perspective d'optimisation des financements publics (cf. *supra).*

En 2013, malgré la dégradation de la conjoncture économique et celle de la variation de trésorerie de l'Acoss dont la composante provenant de l'assurance-maladie, la part des emprunts CDC est restée en moyenne très contenue (de l'ordre de 10 %), la légère remontée tenant compte d'un emprunt de 3 Md€ sur le second semestre souscrit pour sécuriser le financement sur la fin d'année.

Tableau 1 : Evolution de la structure de financement de l'Acoss

1. Niveau et structure de financement de la trésorerie de l'Acoss

Md € ou %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (P)
Encours moyen de financement	9,3	16,2	21,4	12,5	34	15,8	11,7	*22,0*	*24,8*	*28,6*	*26,7*	*26,3*
dont CDC en %	9,3 100%	13,7 85%	18,7 87%	8,7 70%	20,4 60%	6,7 42%	0,9 8%	*2,1* *10%*	*4,5* *18%*	*4* *14%*	*0,3* *1%*	*0,5* *2%*
dont billets de trésorerie en %	0,0 0,4%	2,5 15%	2,7 13%	3,8 30%	11,1 33%	5,7 36%	5,2 45%	*8,5* *39%*	*7,7* *31%*	*8,7* *30%*	*8,9* *33%*	*5,8* *22%*
dont billets de trésorerie marché en %	0,0 *0,0%*	*2,1* *13%*	*2,2* *10%*	*2,8* *22%*	*5,9* *17%*	*2,1* *13%*	*1,9* *17%*	*4,2* *19%*	*2,2* *9%*	*4,0* *14%*	*5,4* *20%*	*5,3* *20%*
dont Euro commercial paper en %	0%	0%	0%	0%	1,9 6%	*3* 19%	*5,2* *44%*	*8,3* *38%*	*10,0* *40%*	*14,6* *51%*	*16,4* *61%*	*19,2* *73%*
dont autres (dépôts) en %	0%	0%	0%	0%	0,6 2%	*0,4* 3%	*0,4* 3%	*3,1* *14%*	*2,6* *10%*	*1,3* *5%*	*1,1* *4%*	*0,8* *3%*

2017

Source : Acoss

En 2014, les financements par les deux programmes de BT et ECP sont largement majoritaires avec près de 71 % et les financements par dépôts de trésoreries sociales près de 11 %. Le financement 2014 est ainsi désintermédié à hauteur de 82 % : 49 % obtenus sur les marchés et 33 % par les mutualisations des trésoreries sociales ou publiques (19 % par achat de BT et 11 % par dépôts). Le financement de la CDC contribue pour 18 % au financement de l'Acoss (la hausse par rapport à 2013 étant due à un emprunt de 3 Md€ à compter de mars 2014 puis 3 Md€ supplémentaires à compter de juillet 2014).

2.3 A partir de 2015, les financements de marché deviennent de plus en plus majoritaires

Les financements de marché représentaient 49 % des financements de l'Acoss en 2014 ; cette proportion augmente fortement : 65 % en 2015, 81 % en 2016 et, en prévision, 93 % en 2017. Cette évolution est expliquée par le succès du programme ECP et la gestion en propre réalisée par l'Acoss à compter de février 2016 ce qui permet une optimisation fine et permanente des deux programmes ECP et BT.

En 2015, les financements auprès de la CDC diminuent légèrement à 14 % (4 Md€), le financement étant ainsi désintermédié pour 86 %. Les ECP atteignent un premier un niveau moyen record, avec 14,6 Md€ soit 51 % du financement, et les BT émis auprès des investisseurs de marché sont également en hausse à 4 Md€ soit 14 % du financement. Ainsi, 18,6 Md€ (65 % du financement) sont financés auprès des seuls marchés. Les opérations de mutualisation des trésoreries sociales ou publiques par dépôts (5 %) et par achat de BT (11 %) par l'AFT et la Cades représentent 6 Md€ sur l'année.

En 2016, les 26,7 Md€ de financement sont obtenus pour 61 % via les ECP, 20 % (4 Md€) via les BT, soit 81 % de financement de marché, complété par des opérations d'achat de BT par l'AFT et la Cades pour 13 % (3,5 Md€) et 4 % par des dépôts. La part des financements bancaires auprès de la CDC est ainsi limitée à 1 % (0,3 Md€).

Deux éléments sont à soulignés pour 2016. L'Acoss a rapatrié la gestion du programme ECP, géré par l'AFT au nom de l'Acoss depuis 2010 **(cf. encadré 1)**. Cela à contribuer à l'augmentation des encours d'ECP. Par ailleurs, la réforme du marché des TCN en mai 2016, conduit à fusionner les billets de trésorerie et les certificats de dépôt sous un même instrument « negociable european commercial paper » (NeuCP) pour disposer d'un marché plus profond, plus liquide et plus attractif pour les investisseurs[4].

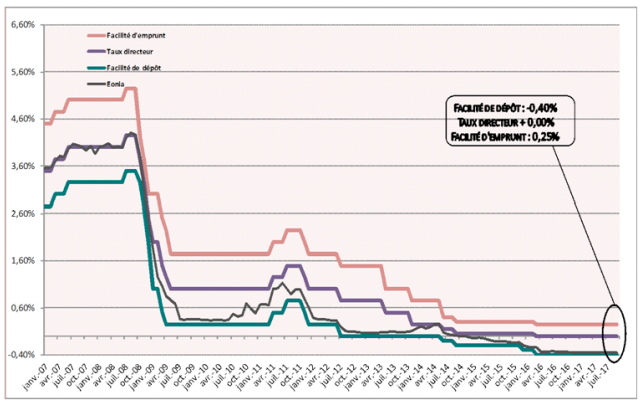
Ainsi, depuis 2006, la forte baisse de la part des financements bancaires est d'abord étroitement liée à la mise en place d'instruments nouveaux dans le cadre de besoins de financements en hausse, puis à la réduction de ces besoins alors que ces instruments existent et sont dès lors maîtrisés par l'Acoss.

3. Le contexte monétaire et la nouvelle structure des financements réduisent le coût du financement qui devient négatif dès 2015

3.1 La crise financière puis économique a nécessité des actions inédites de la BCE pour accroitre la liquidité et baisser les taux d'intérêt … jusqu'à un niveau négatif

Les niveaux de taux d'intérêt ont été particulièrement réduits à partir de 2009 (cf. graphique 2) ce qui a fortement limité les charges d'intérêt de l'Acoss (et de la branche maladie) malgré le volume d'emprunt. La politique monétaire mise en œuvre par la Banque centrale européenne à la suite de la crise financière puis économique s'est traduite part deux éléments : (1) une baisse extrêmement rapide des taux d'intérêt de référence de la BCE (de 4 % à 1 % mi 2009) suivi d'une petite remontée au premier semestre 2011 du fait de tensions inflationnistes puis d'un nouveau mouvement de baisse tout au long de 2012 et jusqu'à fin 2014 avec la dégradation des perspectives de croissance ; (2) une gestion active de la liquidité interbancaire dans la zone euro.

Graphique 2 : Eonia et taux directeurs de la BCEsur la période 2007-2017



Source : Acoss

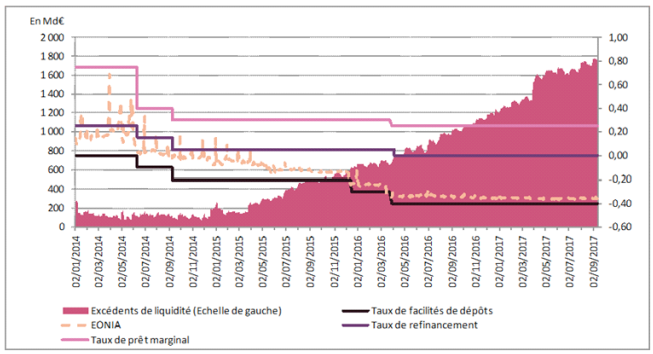
4 - Cf. https://www.banque-france.fr/sites/default/files/dossier-technique-reforme-marche-titres-de-creances-negociables.pdf

Il en est résulté un taux d'intérêt au jour le jour (Eonia) extrêmement bas en 2010 (0,43 %), maintenu à un niveau faible en 2011 (0,87 %), et à des niveaux encore plus faibles en 2012 (0,23 %), 2013 (0,09 %) et 2014 (0.1 %). Au cours du 1er semestre 2014, la BCE a piloté la réduction de la liquidité en zone euro provoquant une légère remontée de l'Eonia vers le taux directeur de la BCE de 0,25 % (cf. annexe, graphique A4). Néanmoins le risque déflationiste et les perspectives de croissance extrêmement faibles en zone euro ont conduit la BCE à prendre des décisions non conventionnelles inédites en juin 2014. D'une part, les trois taux (facilité d'emprunt, taux de référence, facilité de dépôts) sont abaissés de 0,1 % avec pour conséquence un taux négatif pour la facilité de dépôt (correspondant à une « taxe » de 0,1 % des dépôts des banques à la BCE). D'autre part une injection de liquidité pour 400 Md€ est opérée pour 2 voire 4 ans. Au second semestre 2014, la BCE a accentué son action en prenant la décision historique d'abaisser encore ses taux : le taux de référence s'établit à +0,05 %, le taux plafond à 0,30 % et surtout le taux plancher (rémunération des dépôts) à un niveau négatif, -0,20 %.

En 2016, la BCE a de nouveau abaissé le taux de référence à 0 % et surtout le taux plancher à -0.4 %.

Compte tenu de la surliquidité accrue dans la zone euro (cf. graphique A4) qui dépasse 500 Md€ en septembre 2015 et augmente encore en 2016 et 2017 jusqu'à dépasser 1.100 Md€, l'Eonia est en territoire négatif tout au long de la période : la moyenne de l'Eonia s'établit à -0,35 % en 2016 et devrait se maintenir sur l'année 2017 à ce niveau négatif.

Graphique 3 : Taux de référence de la BCE (%), Eonia (%), excédents de liquidité zone euro (Md€)



Source : Acoss

3.2 Évolution du coût du financement de l'Acoss et de la branche maladie : un taux négatif au plus bas historique en 2016

Le taux moyen de financement de l'Acoss a bénéficié directement de ces évolutions monétaires extrêmement favorables. Le choix d'avoir recours aux émissions de titres monétaires (« euros commercial paper» et billets de trésorerie) a également joué un rôle très bénéfique en permettant une réduction de la marge moyenne calculée au-dessus du taux Eonia pondéré des montants : celle-ci s'est établie en 2012 à 1,6 point de base contre 20 points en 2011 et 53 points en 2010. Au total le coût moyen de financement s'est fortement amélioré avec un premier minimum historique en 2009 à 0,81 % après 4 % en 2007 et 2008, le maintien d'un taux faible en 2010 et 2011 (0,98 %) et une nouvelle réduction spectaculaire en 2012 (0,18 %) à laquelle contribue significativement la diminution de la marge. En 2013, le taux de financement atteint, 0,135 %, du fait de la nouvelle baisse de l'Eonia et d'une marge de financement de l'Acoss contenue à +4,3 bp (malgré des prêts CDC, plus onéreux, pour 3 Md€ à compter de juillet). En 2014, le taux de financement remonte à 0.2 % sous l'effet de montant de prêt CDC plus importants (la contribution de la CDC au financement passant de 9 % en 2013 à 19 % en 2014), lesquels sont soumis au taux Euribor de la maturité du prêt, plus élevé que l'Eonia. En revanche, en 2015, le montant annuel de charges financières nettes est légèrement négatif (générant ainsi des produits financiers) ! Le taux 2015 est alors négatif et le plus faible de l'histoire de l'Acoss, la branche maladie en tirant un avantage immédiat sensible compte tenu de son besoin de financement. En 2016, le taux de financement moyen diminue encore fortement pour atteindre -0,45 %.

Tableau 2 : Evolution du coût de financement de l'Acoss et de l'assurance maladie

2. Evolution du coût de financement de l'Acoss et de la branche maladie

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	*2013*	2014	*2015*	2016	*2017 (P)*
Solde Acoss moyen à financer (Md€)	-8,8	-15,8	-21,2	-12,1	-33,3	-14,4	-8,1	*-19,0*	*-22,2*	*-26,4*	*-19,9*	*-19,1*
Montaux totaux empruntés (Md€)	*9,0*	*16,3*	21,0	12,3	34,0	15,8	11,7	*22,0*	*24,8*	*28,6*	*26,6*	*26,3*
Solde moyen Acoss après financement (Md€)	0,1	0,1	0,2	0,4	0,8	1,4	3,6	1,7	1,2	1,8	2,4	nd
Taux moyen annuel de financement (%)	**3,02**	**3,97**	**3,96**	**0,81**	**0,98**	**0,98**	**0,18**	***0,14***	***0,2***	***-0,06***	***-0,45***	***nd***
Taux moyen annuel EONIA (%)	2,84	3,84	3,86	0,72	0,43	0,87	0,23	*0,09*	*0,1*	*-0,11*	*-0,32*	*-0,35*
Taux moyen annuel EONIA pondéré (%)	2,94	3,9	3,83	0,65	0,45	0,78	0,17	*0,09*	*0,09*	*-0,11*	*-0,31*	*-0,35*
Marge moyenne au-dessus de l'eonia (point de base)	7,8	6,5	13	16	53	20	1,6	*4,3*	*10,4*	*4,5*	*-13,9*	*nd*
Intérêts débiteurs nets (millions d'€)	271	648	832	96	324	143	15,1	*25,9*	*44,2*	*-16,4*	*-91,6*	*nd*
dont CNAM (millions d'€)	**128**	**251**	**367**	**54**	**161**	**70**	**5,5**	***13***	***-26***	***12***	***71***	***nb***
Solde moyen de trésorerie (Md€) de la branche maladie	-4,1	-6,3	-9,1	-7,6	-16,4	-7,1	-3,5	-9,5	-13,2	-18,6	-15,4	*nd*

p : prévision
source : Acoss

Dès lors les charges financières nettes ont été fortement réduites depuis le point haut de 2008 : divisées par plus de 8 entre 2008-2009 à la fois par un effet taux (5 fois moins élevé) et un effet volume (près de 2 fois moindre). En 2010, la charge d'intérêt a été de 313 millions d'€ soit deux fois moins qu'en 2007 avec des taux de financement à près de 4 % en moyenne et un solde moyen plus de 2 fois plus faible **(cf. Tableau 2)**. L'effet de la baisse des taux aura donc compensé l'effet volume pour le financement de l'année 2010. L'année 2011, comparable quant à elle à 2007 en termes de montants empruntés, a connu des charges financières 4,5 fois plus faibles. L'année 2012, plus proche de 2009 concernant les volumes empruntés, a connu des charges d'intérêt plus de 6 fois plus faibles. En 2013, les volumes empruntés (22 Md€)

sont du même ordre que ceux de 2008 (21 Md€), mais les charges sont de 25,9 M€ contre 832 M€ en 2008. Le résultat net de trésorerie pour l'année 2014 ressort à -44,2 M€.

En 2015, le résultat net de trésorerie est légèrement positif (16,4 M€), pour un montant moyen à financer de 28,6 Md€, soit le second plus important après l'exercice exceptionnel de 2010.

En 2016, un montant moyen d'emprunt de 266 Md€ a permis de générer 91,6 M€ de produits financiers grâce à un taux de financement historique, négatif, de -0,45 %. Un niveau de résultat similaire pourrait être maintenu en 2017.

La branche maladie a bénéficié directement de ces évolutions du coût du financement moyen de l'Acoss **(avant dernière ligne du tableau 2)**. En effet, le taux de financement appliqué à la branche maladie[5] a suivi la forte amélioration du taux de financement de l'Acoss. Pour 2016, le taux fixé par arrêté est négatif à -0,45 %, après 0,06 % en 2015, +0,199 % en 2014, 0,137 % en 2013[6].

Ainsi, pour 2013, le taux de référence de calcul des intérêts par branche ressort à niveau de 0,137 % (contre 0,187 % en 2012). La baisse de 5 points de base s'explique par deux effets contraires : la baisse de 8 points de l'Eonia pondéré des montants (0,17 % en 2012 contre 0,09 % en 2013) et la hausse modeste de la prime de taux de l'Acoss au-dessus de l'Eonia (1,6 point de base en 2012 contre 4,3 points de base en 2013). Les charges financières de la Cnamts pour 2013 bénéficient pleinement de ce niveau de taux de financement et s'établissent à 13,1M€ (contre 5,5 M€ en 2012 mais pour un montant moyen de financement d'environ 3 Md€ contre près de 9.5 Md€ en 2013). En 2014, les charges de la branche maladie remontent à 27,3 M€ du fait de l'accroissement des besoins de financements de la branche et d'un effet prix liés à l'usage plus important de prêts CDC. Pour 2015, les charges de la branche maladie deviennent des produits financiers (11,6 M€), du fait du taux négatif d'emprunt, ce qui est inédit en période de trésorerie négative. Pour 2016, le phénomène s'accentue, la branche maladie dégageant des produits d'intérêt significatifs (70,7 M€) du fait du taux négatif d'emprunt. Pour 2017, un niveau similaire de produits pourrait être enregistré sous l'hypothèse du maintien du taux de financement à un niveau proche de -0,45 %

Au-delà des financements, un point doit être souligné depuis 2013 concernant les placements ponctuels de trésorerie. En effet, pour assurer les échéances de paiements (notamment celles des Cpam et des établissements publics de soins), l'Agence doit être certaine de disposer des fonds le jour J et doit pour cela emprunter les jours précédents. Cette sécurisation génère des soldes courant ponctuellement importants : 3,6 Md€ en 2012 **(cf. Tableau 2)**. Pour réduire le coût, l'Agence tente de replacer ces fonds au meilleur prix à l'aide d'un instrument standard de marché, les pensions livrées. En 2012, les conditions financières n'étaient pas favorables à ces replacements furent peu utilisés. En revanche, les conditions 2013 ont été légèrement plus propices et les pensions livrées ont représentées en moyenne 1 Md€[7] sur l'année, contribuant ainsi à la forte baisse (- 53 %) du solde courant après financement (1,7 Md€ en 2013). A contrario, depuis 2014 et surtout 2015, la forte baisse des taux d'intérêt a détérioré les conditions de réalisation des pensions livrées, lesquelles sont en pratique moins importantes et inutilisées en 2017. Il faut également souligner que le niveau négatif de l'Eonia, s'il bénéficie massivement pour la partie des financements, pénalise la rémunération des placements : les dépôts en compte courant ainsi que les placements en pensions livrées, sont rémunérés à des taux négatifs et génèrent des charges financières et non de produits financiers. Néanmoins, cet élément négatif joue à la marge au regard des économies réalisées sur le volet des financements.

4. Les perspectives

4.1 Aucune reprise de dettes cades en 2017 et 2018 après l'aménagement des modalités de reprise de dette par la Cades pour 2016 qui a permis une reprise de 14 Md€ de déficit de la branche maladie

En application de la LFSS pour 2014 et de l'article 16 du PLFSS 2016, les déficits des branches vieillesse, maladie et famille du régime général et du FSV pour les exercices 2011 à 2015 ont fait l'objet d'une reprise par la Cades de 23,6 Md€, saturant ainsi la limite de 62 Md€ fixée par la loi.

Cet article a permis de majorer la reprise de la Cades en 2016 de 13,6 Md€ supplémentaires (qui s'ajoutent au 10 Md€ habituels sur le modèle des versements 2014 et 2015), en anticipant les reprises qui auraient été réalisées en 2017 et 2018 (respectivement 10 Md€ et 3,6 Md€). Ainsi, un total 23,6 Md€ a été versé par la Cades à l'Acoss par acomptes provisionnels en 2016 selon un calendrier fixé par arrêté.

5 - Le décret 2009-882 du 21/07/2009, en son article R 255-6, modifie la règle de calcul des intérêts par branche. Ce décret prévoit que les soldes quotidiens de trésorerie portent désormais intérêts au taux moyen défini par arrêté ministériel. Un taux d'intérêt unique appliqué aux branches est fixé a posteriori par arrêté ministériel. Ce taux tient compte des conditions effectives de financement de l'Acoss et permet de répartir au plus juste les intérêts créditeurs et débiteurs entre les branches.

6 - 0,187% en 2012, 1,000% en 2011, 0,953 % en 2010 et 0,795 % en 2009.

7 - En 2013, 200 opérations de pensions livrées ont été réalisées pour un montant total cumulé de 38,8 Md€. En moyenne sur l'année, l'encours s'est élevé à près d'1 Md€ et a atteint un pic de 5 Md€ du 6 au 9 décembre. La durée moyenne des opérations de pensions livrées a été de 9,9 jours. En 2014, les pensions livrées ont comptabilisé 394 opérations pour un montant total cumulé de 89,9 Md€. En moyenne sur l'année, l'encours s'est élevé à 1,4 Md€ et a atteint un pic de 6 Md€ le 23 octobre. La durée moyenne des opérations de pensions livrées a été de 5,8 jours. En 2015 et 2016 les pensions livrées ont fortement décrues du fait de conditions de marché et aucune opération n'est réalisée en prévision sur 2017.

Tableau 3 : Répartition de la reprise Cades en 2016

3. Reprise Cades 2016 (23,6 Md€), répartition par exercice et par branche

Exercices	Maladie	AT-MP	Famille	Vieillesse	FSV	Total
2013	6,5		3,2			9,7
2014	6,5		2,7	-0,5	-0,2	8,5
2015	1,2			0,3	3,9	5,4
Total	**14,2**		**5,9**	**-0,2**	**3,7**	**23,6**

Source : LFSS 2016, calculs Acoss

Cette anticipation a permis de bénéficier des conditions de marché favorables en 2016 (notamment le niveau historiquement bas des taux d'intérêts).

En tenant compte des ordres de priorité, la reprise de dette par la Cades de 23,6 Md€ prévue pour 2016 a permis (cf. tableau 4) :

- de régulariser les reprises provisoires effectuées en 2015 au titre des déficits 2014 de la CNAV et du FSV (respectivement -0,5 Md€ et -0,2 Md€) ;

- de reprendre les déficits provisoires 2015 de la CNAV et du FSV (respectivement 0,6 Md€ et 3,8 Md€) ;

- de solder les reprises des déficits 2013 de la CNAMTS et de la CNAF (respectivement 6,5 Md€ et 3,2 Md€) ;

- de reprendre les déficits 2014 de la CNAMTS et de la CNAF (respectivement 6,5 Md€ et 2,7 Md€) ;

- de reprendre une partie du déficit 2015 de la CNAMTS (0,9 Md€).

Ainsi, pour la branche maladie, près de 14 Md€ de dettes sont repris par la Cades au titre des déficits 2013, 2014 et du déficit prévisionnel 2015.

La LFSS 2017 ne contenant pas de disposition nouvelle pour la Cades, de même que le PLFSS 2018, les déficits résiduels à fin 2016, ainsi les déficits prévus par le PLFSS 2018 sont appelés à être intégralement financés par l'Acoss.

4.2 Le cadrage pluriannuel du PLFSS 2018 : la trajectoire de forte réduction des déficits

Le PLFSS 2018 établit des prévisions pluriannuelles de déficit pour l'ensemble des régimes **(cf. Tableau 4)** de 2017 à 2021. Concernant le régime général, une trajectoire de réduction des déficits est à l'œuvre avec un retour à l'équilibre prévu dès 2018 pour le seul régime général (+1,2 Md€) et en 2019 (+0,8) en intégrant le FSV. La branche maladie resterait en déficit en 2017 (-4,2 Md€), puis dégagerait des excédents croissants de 2018 à 2021 : respectivement 1 Md€, 3,8 Md€ et 6,6 Md€.

Tableau 4 : Résultats du régime général et du FSV

4 : Résultats du régime général et du FSV, réalisations 2016 et prévisions 2017 - 2021

Md€	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	Cumul 2016 - 2021
Tous régimes de base	-9,3	-6,3	-3,4	-1,3	1,2	3,3	6,3	9,3	15,4
Régime général (RG)	-9,7	-6,8	-4,1	-1,5	1,2	3,5	6,6	10,3	16,0
dont maladie	***-6,5***	***-5,8***	***-4,8***	***-4,1***	***-0,8***	***1,0***	***3,8***	***6,6***	**1,7**
FSV	-3,5	-3,9	-3,6	-3,6	-3,4	-2,7	-1,4	-0,8	-15,5
Total RG + FSV	**-13,2**	**-10,7**	**-7,7**	**-5,1**	**-2,2**	**0,8**	**5,2**	**9,5**	**0,5**

source : PLFSS 2018

L'Acoss finance non seulement la trésorerie du régime général mais également le FSV, lequel afficherait un déficit de -3,6 Md€ en 2016, en réduction jusqu'à -0,8 Md€ en 2019.

4.3 Les besoins de financement de l'Acoss restent importants en 2017 et 2018 avant de décroître

En terme de trésorerie, cette modification du rythme de reprise Cades en 2016 est sans impact pour l'Acoss au-delà de 2017, qui centralise bien un total de 62 Md€ à dès fin 2016 tel que prévu par l'ordonnance. Le plafond de 62 Md€ de reprise au total sur la période étant atteint en 2016, les dispositions actuelles ne permettraient plus de reprise à partir de 2017. Sous l'hypothèse des déficits prévisionnels 2017-2019 des branches du régime général et du FSV tels qu'exposés en annexe B du PLFSS 2018, et des reprises de dette de la Cades dans le cadre prévu actuellement en 2016, le solde « net » de trésorerie de fin d'année pour l'Acoss serait d'environ **-28 Md€** en 2017 et de **-32 Md€** en 2018 et 2019.

En 2016, la variation de trésorerie était de -12,4 Md€. Cette variation plus forte que le solde du régime général s'explique principalement par la prise en compte du déficit du FSV porté sur le compte Acoss et par des effets de décalage entre les droits constatés et les encaissements/décaissements. Le solde au 31 décembre 2016 atteindrait sous ces hypothèses **-20,7 Md€** après reprise de dette **(cf. graphique A-4 en annexe)**. Le solde à fin 2016 aurait été de -40,9 Md€ sans la reprise de dette Cades, laquelle a permis de ramener le solde à fin 2016 à **-17,3 Md€**. Le plafond de ressources non permanentes (art 28 LFSS 2016) tient compte de cette reprise : de 40 Md€ sur le 1er semestre, il passe à 30 Md€ au second. Il permet de gérer également des avances de trésorerie à la CCMSA pour le financement total ou partiel de sa dette.

Pour 2017, la LFSS 2017 fixe un plafond unique de 33 Md€ d'emprunt (permettant également de couvrir intégralement les besoins de financement de la CCMSA et de la CANSSMINES). La variation de trésorerie s'établerait à environ -5 Md€, et le solde à fin 2017 à environ -22,3 Md€ (prévisions Acoss, septembre 2017).

Pour 2018, le PLFSS prévoit un plafond d'emprunt pour l'Acoss en hausse à 37 Md€, tenant compte à la fois des déficits prévus pour le régime général et le FSV **(cf. 4)** et du financement de certains régimes obligatoires (notamment la CCMSA).

Sous l'hypothèse des déficits prévisionnels 2017-2021 des branches du régime général et du FSV tels qu'exposés en

annexe B du PLFSS 2018, et de l'absence de reprises de dette de la Cades dans le cadre actuel, le solde « net » de trésorerie de fin d'année pour l'Acoss serait d'environ -28 Md€ en 2018, similaire en 2019, puis en forte amélioration en 2020 et 2021 du fait des résultats positifs cumulés prévus d'environ 15 Md€ **(cf. Tableau 4)** sur le champs régime général et FSV. Pour la branche maladie, à horizon 2021, les déficits cumulés, non repris par la Cades après 2016, s'établiraient à environ 2,9 Md€.

* * *

L'ensemble des dispositifs permettent à l'Agence d'assurer, chaque jour, sans délai et quelles que soient les circonstances, l'alimentation de trésorerie (182 Md€ en 2016) des CPAM et des Établissements publics de soins, et ceci au meilleur coût (-0,45 % en moyenne annuelle 2016) pour l'assurance maladie.

Pour 2016 et 2017, la diversité des sources de financement de l'Acoss, les conditions favorables (en volume et en prix) sur les marchés financiers, la maturité des dispositifs de gestion des risques (notamment le risque de liquidité) de l'agence, l'orientation pluriannuelle à la baisse des volumes à financer, sont des éléments positifs pour la sécurisation complète de la trésorerie de la Cnamts et des Cpam, tant en financement qu'en alimentation quotidienne de trésorerie.

Alain Gubian & Emmanuel Laurent