

Rapport sur la dette des administrations publiques

Assemblée nationale

Constitution du 4 octobre 1958

Seizième législature



Rapport analysant la trajectoire, les conditions
de financement et la soutenabilité de la dette
de l'ensemble des administrations publiques
et de leurs sous-secteurs

renvoyé à la Commission des finances,
de l'économie générale et du contrôle budgétaire,

présenté au nom de Madame Élisabeth BORNE
Première ministre

par

M. Bruno LE MAIRE
Ministre de l'économie, des finances
et de la souveraineté industrielle et numérique

et par

M. Thomas CAZENAVE
Ministre délégué,
chargé des comptes publics

« Le Gouvernement présente, avant le début de la session ordinaire, un rapport analysant la trajectoire, les conditions de financement et la soutenabilité de la dette de l'ensemble des administrations publiques et de leurs sous-secteurs. Ce rapport peut donner lieu à un débat à l'Assemblée nationale et au Sénat » (article 48 de la loi organique relative aux lois de finances).

Trajectoire de la dette publique	5
A. Trajectoire pour l'ensemble des administrations publiques.....	5
B. Dette par sous-secteurs de comptabilité nationale	9
C. Scénario macroéconomique sous-jacent à la trajectoire prévisionnelle	10
D. Evolution de la dette sur longue période et comparaison internationale	12
Conditions de financement de l'État	15
A. Les coûts de financement de l'État.....	15
B. Les ressources de financement de l'État.....	21
C. L'évolution de la base d'investisseurs	28
Soutenabilité de la dette publique	31
A. Scénario de taux d'intérêt et impact d'une hausse des taux ou d'inflation sur la charge de la dette	31
B. Impact du vieillissement sur la soutenabilité de la dette publique.....	36
Bibliographie.....	38

RAPPORT SUR LA DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

La dette est la somme des emprunts qui ont été réalisés par le passé et qui n'ont pas encore été remboursés à ce stade. Elle est égale à la somme des déficits accumulés au fil des années de laquelle sont retranchés les excédents qui ont pu être réalisés.

La dette publique est celle de l'ensemble des administrations publiques, au premier rang desquelles l'État, dont la dette est gérée par l'Agence France Trésor (AFT) et qui représente 80 % de la dette publique totale à la fin du 1^{er} trimestre 2023. La dette publique inclut aussi la dette des organismes de sécurité sociale (notamment la CADES, l'UNEDIC et Urssaf Caisse nationale¹), des collectivités locales (bloc communal, départements, régions) et des organismes divers d'administration centrale (par exemple SNCF Réseau).

La définition de la dette la plus souvent utilisée est la dette de Maastricht. Publiée par l'Insee, en suivant les règles fixées par le système statistique européen, c'est une dette brute, au sens où ne sont pas soustraits les actifs détenus par les administrations publiques. Par exemple, l'État possède des actifs financiers (prêt à des États étrangers, trésorerie disponible) : ceux-ci ne sont pas soustraits de la dette de Maastricht. C'est en revanche une dette consolidée des créances qu'une administration publique détient sur les autres. Ainsi, la dette de Maastricht n'inclut pas les dépôts des correspondants du Trésor lorsque ces correspondants sont des administrations publiques (notamment les collectivités locales). De même les titres de dette français détenus par les administrations publiques dans leur politique de placement (par exemple, le fonds de réserve des retraites ou les régimes de retraite complémentaire) sont exclus de la dette de Maastricht. C'est enfin une dette nominale et non pas en valeur de marché : elle représente les sommes dues à l'échéance, laquelle va de quelques jours à 50 ans.

La dette publique française s'établit à 3 046,9 Md€ au 30 juin 2023² : elle est constituée en grande partie de titres négociables (2 709,9Md€) pour les principaux émetteurs publics (État, CADES, UNEDIC, Urssaf Caisse nationale) mais aussi, dans une moindre mesure, de crédits (294,9 Md€, en particulier dans le secteur public local).

Conformément aux dispositions de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances, le présent rapport porte sur la dette publique d'ensemble, et analyse plus en détail la gestion de la dette de l'État.

Dans une première partie, le rapport présente les perspectives d'évolution de la dette publique à moyen terme telle qu'elle est prévue par le projet de loi de programmation des finances publiques.

Dans une deuxième partie, le rapport présente les conditions de financement de l'État.

Dans une dernière partie, le rapport analyse la soutenabilité de la dette publique française à long terme.

¹ Ex-ACOSS.

² Insee, « À la fin du deuxième trimestre 2023, la dette publique s'établit à 3 046,9 Md€ », *Information Rapide* n° 250, 29 septembre 2023.

Trajectoire de la dette publique

A. Trajectoire pour l'ensemble des administrations publiques

Le rapport annexé au projet de loi de programmation des finances publiques (PLPFP pour 2023-2027) présente une trajectoire pluriannuelle de la dette publique, cohérente avec les prévisions sous-jacentes au projet de loi de finances pour 2024.

Cette trajectoire prévoit une baisse du ratio de dette publique. Ce ratio passerait ainsi de 111,8 % du PIB en 2022 à 108,1 % en 2027 soit une diminution de 3,7 points de PIB.

Cette diminution du ratio de dette publique résulterait :

-d'un part, du dynamisme de la croissance en raison de la vigueur de la reprise économique après la crise sanitaire et des réformes structurelles engagées par le Gouvernement comme les réformes des retraites et de l'assurance chômage ;

-d'autre part, de l'amélioration du solde public qui repasserait sous le seuil des 3 % du PIB à horizon 2027. L'atteinte de cet objectif de déficit public serait permise par la maîtrise de la dépense publique et se fera sans augmentation des prélèvements obligatoires afin de consolider la baisse de la fiscalité.

Tableau 1 : Prévisions du ratio d'endettement des administrations publiques

(Points de PIB)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ratio d'endettement au sens de Maastricht (1)	112,9	111,8	109,7	109,7	109,6	109,1	108,1
Croissance nominale du PIB (en %) (2)	8,0	5,5	6,8	4,0	3,6	3,3	3,4
Solde stabilisant le ratio d'endettement (hors flux de créance) (3) $n \approx - (1)n-1 \times (2)n$	-8,4	-5,9	-7,1	-4,2	-3,8	-3,5	-3,6
Solde effectif (4)	-6,5	-4,8	-4,9	-4,4	-3,7	-3,2	-2,7
Écart au solde stabilisant le ratio d'endettement (5) = (3) - (4)	-2,0	-1,1	-2,2	0,2	0,0	-0,4	-0,9
Flux de créances (6)	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1
Variation du ratio d'endettement (7) = (5) +(6)	-1,8	-1,1	-2,1	0,1	-0,1	-0,6	-1,0

Lecture : la variation de la dette en points de PIB résulte de deux contributions : d'une part, de l'écart entre le solde public effectif et le solde stabilisant la dette (5) et, d'autre part, des flux de créances de l'année (6). Les flux de créances sont des opérations neutres sur le déficit en comptabilité nationale, mais qui ont un effet sur le niveau de la dette (par exemple, les prêts accordés par les administrations publiques à des entités hors des administrations publiques). Ils permettent ainsi de réconcilier l'évolution de la dette avec le cumul des besoins de financement en comptabilité nationale (cf. aussi encadré n°2).

En 2022, le niveau de dette publique s'est établi à 2 949,3 Md€, soit 111,8 % du PIB, selon les derniers chiffres publiés par l'Insee.

En 2023, le ratio d'endettement diminuerait pour atteindre 109,7 % du PIB, soit une diminution de plus de 2 points de PIB par rapport à 2022. Cette baisse serait essentiellement portée par la dynamique de la croissance (+6,8% de PIB), conduisant à une baisse du solde stabilisant la dette qui deviendrait ainsi bien inférieur au solde public.

En 2024, le ratio de dette publique serait stable. Les flux de créances compenseraient globalement l'écart entre le solde public effectif (-4,4%) et solde stabilisant la dette (-4,2%).

A partir de 2025, le ratio de dette publique diminuerait chaque année. Cette baisse continue s'explique principalement par l'écart du solde public à son niveau stabilisant le ratio de dette. Le ratio de dette serait durablement orienté à la

baisse. En effet, compte tenu du scénario de croissance de moyen terme, le solde stabilisant le ratio de dette se situerait à compter de 2025 entre - 3,8 % et -3,6 % du PIB. Ainsi, à partir de 2025, le solde public dépasserait le niveau stabilisant le ratio de dette chaque année et ce dernier commencerait donc à refluer. Les flux de créances contribueraient marginalement à la baisse de la dette à moyen terme, en raison notamment pour 2026 du décalage comptable sur les recettes issues du financement européen du plan relance.

Malgré cette baisse du ratio de dette publique entre 2023 et 2027, la charge de la dette ne cesserait de croître en raison des effets progressifs de la hausse des taux d'intérêt.

Tableau 2 : Charge de la dette des administrations publiques							
(En points de PIB)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques	1,4	1,9	1,7	1,9	2,2	2,4	2,6
Charge de la dette de l'Etat	1,3	1,8	1,5	1,7	1,9	2,0	2,2

Encadré 1 : Définition de la dette au sens de Maastricht

La dette au sens de Maastricht couvre trois passifs financiers de l'ensemble des administrations publiques : les numéraires et dépôts, les titres de créances et les crédits. C'est une **dette brute, consolidée et exprimée à sa valeur de remboursement**, définie sur des concepts du Système européen de comptes nationaux (SEC 2010).

La dette au sens de Maastricht, ou dette publique notifiée³, couvre l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux : l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les administrations publiques locales (APUL) et les administrations de sécurité sociale (ASSO).

La dette au sens de Maastricht ne comprend pas l'ensemble des passifs financiers. En sont exclus les produits financiers dérivés, les intérêts courus non échus ainsi que les autres comptes à payer.

C'est une dette **brute** au sens où l'on ne soustrait pas aux éléments de passifs les actifs financiers des administrations publiques.

Elle est **consolidée** : sont donc exclus du calcul de la dette les éléments de dette d'une administration détenus par une autre administration. C'est le cas par exemple des dépôts des administrations publiques au Trésor.

La dette au sens de Maastricht est **évaluée en valeur nominale**, c'est-à-dire à la valeur de remboursement du principal. Ainsi, les intérêts courus non échus ou les fluctuations des cours des titres ne sont pas compris dans l'évaluation des instruments, alors que la réévaluation de la valeur de remboursement des titres indexés sur l'inflation (OATi, OAT€i et CADESi) est prise en compte.

La dette au sens de Maastricht est définie par l'article 126 du traité de Maastricht, puis complétée par le règlement 479/2009 et le protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs annexé à la version consolidée du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne.

Source : Insee

³ La dette publique est notifiée chaque année à la Commission Européenne.

Encadré 2 : La dynamique de la dette publique et le solde stabilisant

En milliards d'euros, la dette progresse avec les déficits et diminue lorsque des excédents sont réalisés. Seul l'équilibre des finances publiques permet de stabiliser la dette en euros courants.

Il est cependant d'usage de regarder l'évolution du ratio de dette publique par rapport au PIB. Ce ratio permet de comparer l'endettement avec un indicateur de richesse produite. Ce ratio s'établit à 111,8 points de PIB en 2022.

*Comme le PIB croît en moyenne chaque année, **il est possible de stabiliser le ratio de dette avec un déficit limité**. En effet, la dette publique peut progresser mais si elle progresse moins que l'activité, le ratio de dette diminue.*

On appelle communément « solde stabilisant la dette » le solde limite qui permet au ratio de dette publique de ne pas augmenter.

Mathématiquement, le solde stabilisant la dette est proche de l'opposé du produit entre le ratio de dette de l'année précédente et la croissance en valeur^(a). Quand la croissance nominale est positive (ce qui est le cas la plupart du temps), ce solde est négatif. À titre d'exemple, lorsque la croissance est élevée, comme c'était le cas en 2021, le solde stabilisant la dette peut être très négatif (-8,4 points de PIB), ce qui permet une réduction du ratio de dette malgré un déficit élevé (-6,5 points de PIB).

L'écart du solde public au solde stabilisant la dette est donc le principal facteur qui explique les fluctuations du ratio de dette publique. D'autres facteurs peuvent jouer comme les décalages comptables ou les opérations financières (réduction ou augmentation de la trésorerie de l'État, achat ou vente de titres financiers comme actions, obligation, prêt ou remboursement de prêt). En effet, ces opérations n'ont pas d'impact en général sur le solde public au sens de Maastricht mais peuvent augmenter ou diminuer les besoins de financement et donc la dette publique. Ces opérations conduisent à des écarts entre l'évolution de la dette et du solde public, appelés « flux de créances » ; leur impact est en général quantitativement limité par rapport à l'écart au solde stabilisant.

L'analyse précédente fondée sur l'écart au solde stabilisant la dette peut être complétée par une analyse de l'évolution du ratio de dette au regard du taux de croissance, du taux d'intérêt et du solde public primaire (solde public duquel est soustrait la charge d'intérêt). Ainsi, à taux de croissance inchangé, une hausse du taux d'intérêt apparent rehausse le niveau de solde primaire nécessaire pour stabiliser le ratio de dette. Ce dernier solde est appelé solde primaire stabilisant la dette. Autrement dit, dans cette hypothèse, une hausse des taux d'intérêt exige des efforts supplémentaires de consolidation des comptes publics pour atteindre une cible donnée de ratio de dette publique.

Mathématiquement, le solde primaire stabilisant la dette est proche du produit du ratio de dette de l'année précédente et de la différence entre le taux d'intérêt apparent du stock de dette et du taux de croissance en valeur^(b). Le taux d'intérêt apparent est le taux d'intérêt moyen des encours constituant la dette.

(a) Plus précisément, la formule exacte est $\text{solde stabilisant}_{t+1} = -\frac{g_{t+1}}{1+g_{t+1}} \frac{D_t}{\text{PIB}_t}$ avec g_t la croissance du PIB en valeur à t et D_t la dette publique en euros courants à t .

(b) Plus précisément, la formule exacte est $\text{solde primaire stabilisant}_{t+1} = \left(\frac{r_{t+1} - g_{t+1}}{1+g_{t+1}} \right) * \frac{D_t}{\text{PIB}_t}$

avec g_t la croissance du PIB en valeur à t , D_t la dette publique en euros courants à t et r_t le taux d'intérêt apparent de la dette publique à t .

B. Dette par sous-secteurs de comptabilité nationale

La décomposition de la dette publique par sous-secteur a pour objectif de permettre de calculer les contributions de chaque sous-secteur au ratio de dette publique. La contribution d'un sous-secteur est égale à la totalité de ses dettes, diminuée des éléments dont le créancier est une autre administration publique. Cette diminution est désignée par le terme de consolidation de la dette au sein des administrations publiques. Ainsi, la somme des contributions des sous-secteurs est égale à la dette publique totale. Par exemple, lorsqu'une administration acquiert des titres d'État, la contribution de l'État à la dette publique se réduit, alors que la dette de l'État reste inchangée. De même lorsqu'une administration dépose ses liquidités sur le compte unique du Trésor, la dette de l'État s'accroît, mais pas la contribution de l'État à la dette publique.

L'endettement des administrations publiques est essentiellement porté par l'État et, dans une moindre mesure, par les administrations de sécurité sociale (ASSO) et les administrations publiques locales (APUL). Concernant l'État, la majorité de la dette est constituée de la dette négociable, gérée par l'Agence France Trésor. Au 31 mars 2023, la dette consolidée de l'État s'élève à 2 408,3 Md€⁴ pour un encours de dette négociable de 2 329 Md€ (dont 267 Md€ de titres indexés) fin mars 2023⁵. Les organismes divers

d'administration centrale (ODAC) ont interdiction de s'endetter à plus de douze mois, sauf exception déterminée par la loi (article 12 de la loi de programmation des finances publiques du 28 décembre 2010). La dette de SNCF Réseau, qui a été intégrée à la dette publique à la suite du reclassement de l'entreprise au sein des administrations publiques, représente la majeure partie de la dette des ODAC. Concernant les APUL, la dette s'élève à 245,1 Md€ au 31 mars 2023⁴. Concernant les ASSO, la dette s'élève à 288,3 Md€ au 31 mars 2023⁴. La dette des ASSO est principalement portée par la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), l'UNEDIC et l'Urssaf Caisse nationale (ex-Acoss).

De 2023 à 2027, les administrations publiques centrales (APUC) verraient leur contribution au ratio d'endettement augmenter, malgré les efforts conséquents en dépense réalisés par l'État. De leur côté, les APUL et les ASSO observeraient un reflux de leur contribution au ratio d'endettement en raison de l'amélioration de leur solde, excédentaire à l'horizon 2027.

Tableau 3 : Prévision d'évolution du ratio d'endettement par sous-secteur des administrations publiques

(Points de PIB)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ratio d'endettement au sens de Maastricht	112,9	111,8	109,7	109,7	109,6	109,1	108,1
dont contribution des administrations publiques centrales (APUC)	92,1	92,2	91,6	92,4	93,5	94,5	95,4
dont contribution des administrations publiques locales (APUL)	9,8	9,3	9,0	8,9	8,8	8,3	7,6
dont contribution des administrations de sécurité sociale (ASSO)	11,0	10,2	9,1	8,4	7,4	6,3	5,1

⁴ Insee, « À la fin du premier trimestre 2023, la dette publique s'établit à 3 013,4 Md€ », *Information Rapide* n° 165, 30 juin 2023.

⁵ Agence France Trésor, Bulletin mensuel n°395, avril 2023.

C. Scénario macroéconomique sous-jacent à la trajectoire prévisionnelle

La croissance demeurerait solide en 2023 (+1,0 %), l'activité accélérerait en 2024 (+1,4 %).

L'année 2022 a vu la poursuite du rebond post-covid se heurter aux conséquences de l'invasion russe de l'Ukraine. La croissance en moyenne annuelle est restée élevée (+2,5 %) malgré le rebond des tensions d'approvisionnement, le climat d'incertitude et la hausse des prix des matières premières ont engendré une dynamique heurtée de l'activité à l'hiver 2022-2023, affectant particulièrement la consommation des ménages.

La croissance serait robuste en 2023 à +1,0 % ; l'inflation s'établirait à +4,9 %.

L'économie française n'a jamais cessé de croître et les effets négatifs sur l'activité de ces chocs se dissipent progressivement. Les prix des matières premières se sont largement détendus, le pic d'inflation est passé et l'activité a retrouvé de l'élan au deuxième trimestre 2023 (+0,5 %). L'acquis de croissance⁶ pour 2023 est ainsi porté à +0,8 %. Les parts de marchés à l'exportation, qui avaient été affectées par les conséquences de la crise sanitaire, rebondissent. Le marché du travail continue d'être dynamique avec 21 000 emplois salariés créés au 2^{ème} trimestre 2023, après près de 102 000 au 1^{er} trimestre 2023. Le taux de chômage s'établit à 7,2 % au 2^{ème} trimestre 2023, 1,0 point en dessous de son niveau de fin 2019, et proche de son plus bas niveau depuis quarante ans.

Pris globalement, les derniers indicateurs conjoncturels indiquent une activité résiliente face aux vents contraires : en juillet, la production industrielle a progressé (+0,7 %), suggérant une continuité de la dynamique entamée en début d'année ; en septembre le climat des affaires est stable à sa moyenne de long-terme, indiquant une activité toujours en croissance. L'activité devrait par ailleurs être soutenue par la consommation des ménages tout au long du 2^{ème} semestre. Elle bénéficierait en

effet du reflux de l'inflation : sur l'ensemble de l'année 2023, le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages progresserait ainsi nettement (+1,3 %).

L'inflation et les contraintes d'approvisionnement refluant, le principal facteur freinant l'activité serait désormais la hausse des taux d'intérêts. Elle affecterait en particulier l'investissement des ménages, qui se replierait (-5,0 %) après deux années de forte croissance. L'investissement des entreprises ralentirait à partir du second semestre, mais resterait très dynamique en moyenne 2023 (+3,2 %) au vu des nettes hausses des trimestres passés, de l'amélioration du taux de marge et des derniers chiffres rassurants concernant le crédit à l'investissement.

L'emploi salarié marchand non agricole ralentirait en moyenne annuelle (+1,3 %, après +3,3 % en 2022), en lien avec l'activité ainsi que la résorption de certains facteurs temporaires de perte de productivité (rétention de main d'œuvre notamment). Les salaires nominaux seraient suffisamment dynamiques (+5,3 %) pour voir leur pouvoir d'achat rebondir légèrement, notamment du fait de versements importants attendus de primes de partage de la valeur (PPV) au second semestre.

L'inflation (au sens de l'IPC) baisserait légèrement en 2023 à +4,9 % en moyenne annuelle (après +5,2 % en 2022). Celle-ci serait toujours atténuée par les mesures prises par le Gouvernement pour protéger les Français face à la hausse des prix. Le bouclier tarifaire sur les tarifs réglementés de vente permettrait ainsi de réduire le niveau général des prix d'environ 2 points en 2023. La composition de l'inflation évoluerait toutefois sensiblement : après une première phase d'inflation énergétique, suivie par la hausse des prix alimentaires et manufacturés, ceux-ci seraient amenés à se normaliser sous l'effet du fort ralentissement des prix de production et des matières premières des derniers mois. L'inflation des services prendrait progressivement le relais, dans le sillage des salaires mais sans risque

⁶ C'est-à-dire la croissance annuelle qui serait obtenue en l'absence de toute variation de l'activité au cours du second semestre.

d'emballlement. L'inflation sous-jacente s'établirait à +5,1 % en 2023 ; tandis que des aléas persistent sur l'évolution des cours du pétrole et du gaz.

La croissance gagnerait en vigueur en 2024, à +1,4 % ; l'inflation refluerait fortement pour s'établir à +2,6 %.

En 2024, l'économie mondiale croîtrait au même rythme qu'en 2023 (+3,0 %) soit un rythme légèrement inférieur à sa moyenne 2015-2019. Le ralentissement de l'activité aux États-Unis et en Chine serait compensée par une croissance plus soutenue en zone euro et chez d'autres pays émergents.

Au sein des économies avancées, les trajectoires d'activité seraient divergentes entre zones. Aux États-Unis, l'activité ralentirait nettement après deux années de croissance dynamique : la consommation des ménages serait pénalisée par l'épuisement de la sur-épargne constituée lors de la crise sanitaire et par un accès plus restreint au crédit à la consommation. Au contraire, l'activité en zone euro retrouverait du dynamisme en 2024, car la consommation serait soutenue par le reflux du taux d'épargne vers son niveau moyen, dans un contexte de décrue de l'inflation. Au sein des économies émergentes, l'activité bénéficierait de la baisse des pressions inflationnistes et de la détente des politiques monétaires. Le ralentissement en Asie, notamment en Chine, serait compensé par une reprise de l'activité dans les autres régions.

L'activité en France accélérerait à +1,4 %, un rythme proche de la tendance de long terme de l'économie française. Le principal soutien à l'activité serait le rebond progressif de la consommation des ménages, dans le sillage de la décrue de l'inflation. Les exportations seraient également bien orientées, profitant d'un rebond du commerce mondial et d'une poursuite du rattrapage des pertes de performances à l'export, en particulier dans les matériels de transport. La contribution du commerce extérieur serait ainsi légèrement positive, les importations étant elles aussi plus dynamiques du fait du rebond de la consommation. En revanche, l'investissement total serait freiné par la hausse des taux d'intérêts et ralentirait sensiblement, sans toutefois décroître. Si l'investissement des ménages reculerait de nouveau, celui des entreprises ralentirait sans baisser, notamment grâce aux baisses des

impôts de production et aux besoins toujours importants associés à la double transition écologique et numérique. L'investissement public, notamment local, est attendu en nette hausse, comme usuellement à ce stade du cycle électoral (+1,5 %).

Les créations d'emploi salarié marchand non agricole augmenteraient progressivement avec la reprise de l'activité

; l'emploi ralentirait cependant en moyenne annuelle avec une progression de +0,5% reflétant notamment le cycle de productivité. Les salaires nominaux augmenteraient de +3,1 % dans le sillage du reflux de l'inflation mais dans une moindre mesure que celle-ci. Au total, les salaires réels progresseraient plus qu'en 2023, accélérant légèrement.

L'inflation diminuerait en effet sensiblement en 2024, à +2,6 %. La normalisation de l'inflation reposerait largement sur le ralentissement des prix alimentaires et manufacturés, déjà entamé à l'été 2023. La contribution énergétique resterait quant à elle contenue. Les services deviendraient les principaux contributeurs à l'inflation, en particulier ceux réagissant le plus aux dynamiques salariales (hôtellerie-restauration, services aux ménages, etc.). Cela ne remettrait toutefois pas en cause la baisse progressive de l'inflation : les prix des services ne connaissent plus d'accélération depuis plusieurs mois, et la croissance des salaires devrait atteindre son pic au 2^{ème} semestre 2023. Le reflux observé de l'inflation et le bon ancrage des anticipations suggèrent par ailleurs l'absence de risque de boucle prix-salaires. L'inflation sous-jacente resterait ainsi proche de l'inflation totale, et s'établirait à 2,4 % en 2024.

Ces prévisions de croissance sont proches de celles des principales organisations internationales.

Pour 2023, la prévision est identique à celles de la Commission européenne et de l'OCDE (+1,0 %) et très proche de celles récemment publiées par l'Insee ainsi que par la Banque de France (+0,9 %). Les autres prévisions sont légèrement inférieures mais elles n'intègrent pas, ou partiellement, le bon chiffre de croissance du 2^{ème} trimestre. Pour 2024, la prévision de croissance est supérieure à celle de la Banque de France (+0,9 %), mais proche de

celle de la plupart des institutions internationales : la Commission européenne et l'OCDE prévoient une croissance de +1,2 %, et le FMI +1,3 %.

La croissance effective sur la période 2025-2027 serait supérieure à son rythme potentiel de 1,35 % et l'écart de production, encore de -1,2 % en 2023, serait refermé en 2027.

La croissance s'établirait ainsi à 1,7 % en moyenne sur la période 2024-2027, avec un rythme un peu plus important en 2027 (1,8 %), reflétant la dissipation progressive des contraintes liés à la crise sanitaire et au conflit en Ukraine. Du point de vue de la demande, la croissance serait d'abord tirée par la normalisation progressive du taux d'épargne, qui tendrait vers son niveau d'avant crise en 2027. Elle profiterait aussi du rattrapage d'environ un tiers des pertes de performances à l'export observées entre 2020 et 2022 (contre un peu plus de la moitié dans les deux années ayant suivi la crise de 2009, alors que les pertes constatées étaient sensiblement

moins importantes). Du point de vue de l'offre, l'activité bénéficierait des mesures de soutien prises par le Gouvernement (France 2030, baisse de la fiscalité sur la production, réformes du marché du travail), ainsi que de la dissipation des contraintes d'approvisionnement persistantes (notamment dans l'automobile et l'aéronautique). Le taux d'investissement des entreprises, qui continuerait

d'être soutenu par la transition numérique et écologique et les mesures du Gouvernement (baisse de la fiscalité, notamment), serait quasi-stable après une décennie de hausse rapide.

L'inflation refluerait progressivement vers son niveau de long terme, estimé à 1,75 %, ce qui refléterait la fin de la transmission aux prix à la consommation des hausses passées de prix de matières premières et le ralentissement des salaires (dans le sillage de celui, déjà entamé, de l'inflation). Elle reviendrait en 2026 à +1,75 % au sens de l'IPC, un niveau cohérent avec la cible de la BCE de 2 % pour la zone euro au sens de l'IPCH.

D. Evolution de la dette sur longue période et comparaison internationale

Evolution de la dette publique française sur longue période

Entre 2007 et 2017, le ratio de dette publique française a connu une croissance continue, passant de 64,5 % à 98,1 % du PIB. Cette augmentation s'explique par la succession des déficits, qui résultent en partie des crises, notamment la crise financière de 2008 et la crise des dettes souveraines européennes.

Entre 2017 et 2019, le ratio de dette a amorcé une décrue : ainsi, malgré le coût exceptionnel pour les finances publiques de la transformation du CICE cette année-là, la dette publique s'établissait à 97,4 % du PIB en 2019 après 98,1 % en 2017 et 97,8 % en 2018. Cela témoigne de la maîtrise de la dynamique d'endettement pendant la première moitié du quinquennat 2017-2022, avant le déclenchement de la crise sanitaire.

En 2020, la France a fait le choix d'un soutien budgétaire rapide et massif. Le déficit public a ainsi atteint 9,0 % du PIB, après 3,1 % en 2019

(2,2 % du PIB hors double coût exceptionnel lié à la transformation du CICE). Cette forte augmentation du déficit reflète notamment la baisse de l'activité avec une croissance de -7,5 %, et l'impact sur le solde public des mesures de soutien d'urgence adoptées face à la crise sanitaire et économique, pour un impact total de 70 Md€ cette année-là.

En conséquence, le ratio d'endettement a connu une augmentation substantielle en 2020, pour atteindre 114,7 % du PIB. Cette augmentation importante résulte principalement de deux effets : d'une part, le creusement inédit du déficit 2020 et d'autre part la contraction du PIB qui augmente mécaniquement le ratio. Dans une moindre mesure, les flux de créances ont également contribué à cette hausse, notamment par une accumulation de trésorerie des administrations publiques comptabilisée dans la dette de Maastricht qui est un concept de dette brute. Cet accroissement de 17 points est plus important que la hausse du ratio survenue en 2009 au moment de la crise financière, qui était de 14 points.

En 2021, le déficit public s'est établi à 6,5 % du PIB (après 9,0 % du PIB en 2020). Cette amélioration s'explique principalement par le rebond de l'activité économique (+6,4 % en volume). Néanmoins, le solde public est resté dégradé en raison d'un niveau encore élevé des mesures de soutien d'urgence, rendu nécessaire par la situation sanitaire encore difficile, et des mesures du plan France Relance. Ainsi, le ratio de dette publique des administrations publiques au sens de Maastricht s'est établi à 112,9 % du PIB, en diminution par rapport à 2020. Cette diminution est principalement due à la vigueur de la reprise : en effet, du fait de la croissance nominale dynamique (+8,0 %), le déficit public s'est établi en deçà du niveau stabilisant le ratio de dette, malgré son niveau élevé. De même en 2022, le ratio de dette publique des administrations publiques au sens de Maastricht a reculé à 111,8 % du PIB.

Comparaison internationale

Sur longue période, les ratios de dettes publiques en pourcentage du PIB des pays du G7 alternent tendances à la baisse et à la hausse, avec des ressauts brusques lors des crises ou événements majeurs de portée mondiale (Graphique 1). Lors de ces événements (guerres, crises financières, pandémie), l'augmentation du ratio de dette provient de l'effet combiné de la chute de l'activité qui pèse sur les recettes publiques et des dépenses

déployées pour faire face à l'urgence, ainsi que de l'effet dénominateur lié au choc sur le PIB.

Au niveau mondial, les deux chocs pétroliers (1973, 1978) et la fin du système de Bretton Woods (fin de la parité du dollar en or en 1971, puis la fin des systèmes de change fixe) ont provoqué une hausse de l'inflation dans les économies du G7. Ce contexte inflationniste a conduit à la hausse des taux d'intérêt avec les politiques de désinflation ce qui, combiné à la modération de la croissance (situation de stagflation), a dégradé les écarts entre taux de croissance et taux d'intérêt. Le retournement de ces écarts au cours des décennies 1970-80 a contribué à la remontée des ratios de dettes publiques sur cette période. En parallèle, les soldes primaires se sont dégradés et ont contribué eux aussi à la hausse de l'endettement public.

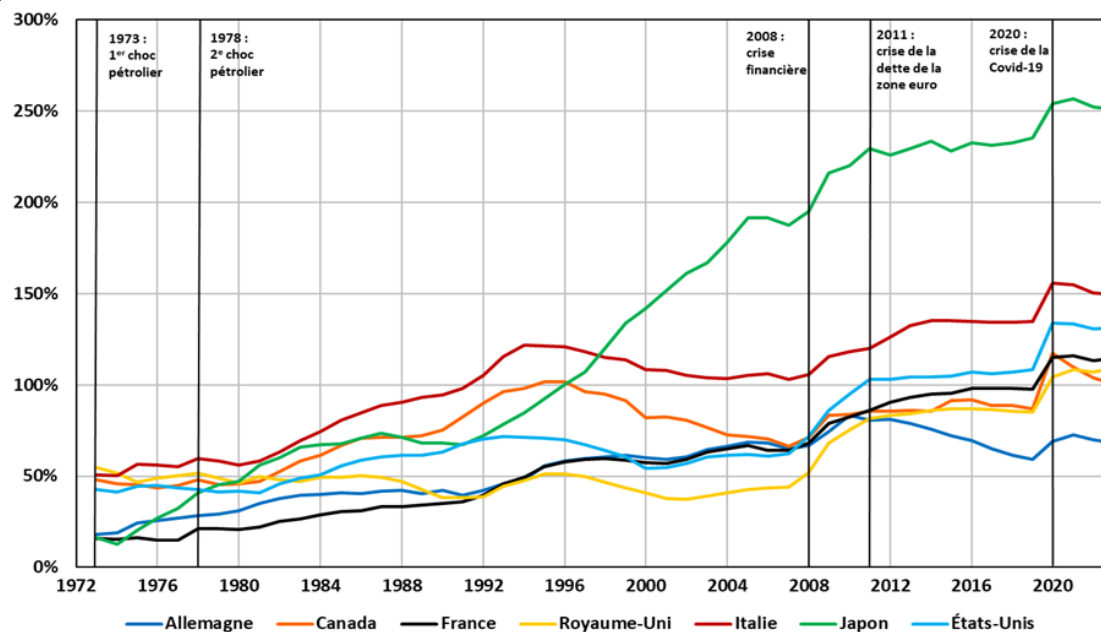
À la veille de la crise de la Covid-19, les pays du G7 avaient stabilisé leurs ratios de dettes publiques après les hausses engendrées par la crise financière de 2008, et la crise des dettes souveraines à partir de 2011 pour les pays européens. La crise de la covid a ensuite conduit en 2020 et 2021 à des augmentations de dette publique très importantes, en partie compensées par la diminution de la dette publique en 2022 dans la plupart des économies avancées (Graphique 1, Tableau 3).

Tableau 4 : Variation des ratios de dettes publiques (en points de PIB)

	Allemagne	Canada	France	Royaume-Uni	Italie	Japon	États-Unis
2017-2019	-6	-1	-1	-1	0	5	3
2019-2021	10	25	15	24	16	19	18
2021-2022	-2	-8	-2	-5	-5	6	-5

Sources : Historical Public Finance Database et base World Economic Outlook d'avril 2023, FMI. Calculs DG Trésor.

Graphique 1 : Dettes publiques brutes (en % du PIB)



Source : base World Economic Outlook d'avril 2023, FMI. Calculs DG Trésor.

Conditions de financement de l'État

L'État représente 80 % de l'endettement public. Ses conditions de financement servent de référence à celles des autres émetteurs publics. La stratégie d'émission de la dette souveraine française vise à sécuriser le financement de l'État tout en minimisant le coût.

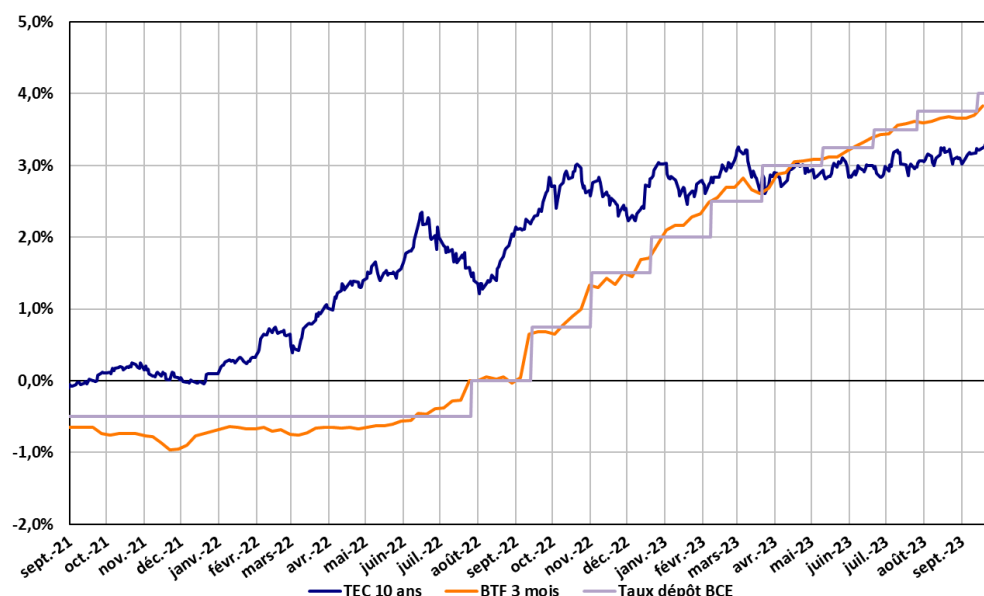
A. Les coûts de financement de l'État

Les taux auxquels l'État emprunte sont d'abord déterminés par les taux directeurs de la banque centrale. Les taux d'emprunt à court terme sont directement liés aux taux directeurs, qui guident les taux du marché monétaire. Les taux d'emprunt à

long terme sont liés aux anticipations de taux directeurs futurs, les investisseurs pouvant arbitrer entre la détention d'un titre à long terme et celle d'une succession de titres de court terme pendant la même période.

En 2023, dans un contexte de poursuite de la hausse des taux directeurs engagée par la BCE pour faire face à la l'inflation, les taux d'emprunt de la France ont poursuivi leur hausse, prononcée sur les taux de court terme, plus modérée sur les taux à 10 ans, qui ont néanmoins atteint 3,30 % le 19 septembre 2023.

Graphique 2 : Taux d'emprunt à 3 mois et à 10 ans et taux de rémunération des dépôts par la BCE



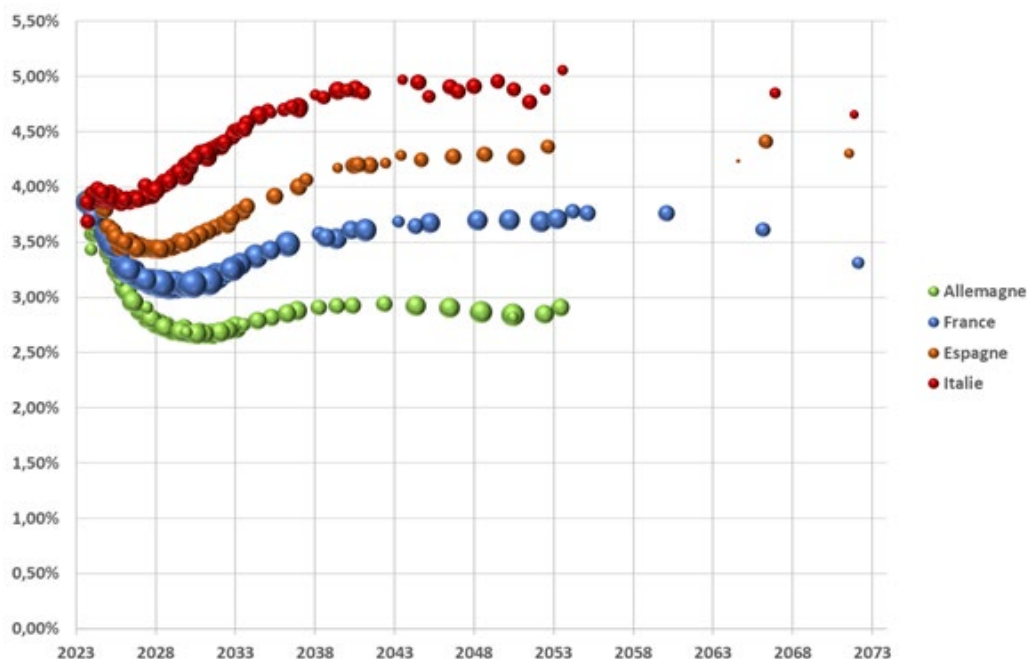
Sources : Agence France Trésor et Banque de France⁷

⁷ L'indice quotidien TEC 10 ans, taux de l'échéance constante 10 ans, correspond au taux de rendement actuariel d'une valeur du Trésor fictive dont la durée de vie serait à chaque instant égale à 10 années. Ce taux est obtenu par interpolation linéaire entre les taux de rendement actuariels annuels des deux valeurs du Trésor qui encadrent au plus proche la maturité 10 ans.

Les taux auxquels emprunte un État dépendent aussi de l'appréciation de son crédit par les investisseurs. Ainsi les principaux États de la zone euro ont des conditions de financement différentes. Un

meilleur crédit permet d'emprunter à taux plus bas et de réduire la charge de la dette.

Graphique 3 : Taux de rendement des titres allemands, italiens, espagnols et français



Source : Agence France Trésor

Les agences de notation attribuent des notes pour évaluer le crédit des émetteurs. Dans le cas de l'État, ces notes ne sont pas attribuées à la demande de l'émetteur mais à l'initiative des agences elles-mêmes. À la date de rédaction du rapport, la France est notée à long terme AA perspective négative par Standard & Poor's ; Aa2 perspective stable par Moody's ; AA- perspective stable par Fitch ; AA-high perspective stable par DBRS ; AA perspective négative par Creditreform ; AA perspective négative par Scope ; AA perspective stable par KBRA ; AAA perspective stable par JCRA ; AAA perspective stable par R&J.

Les agences annoncent tous les ans les dates auxquelles elles sont susceptibles de publier une révision des notations. Parmi les créneaux qui demeurent en 2023 figurent ceux de Moody's le 20 octobre, Fitch le 27 octobre et Standard & Poor's le 1^{er} décembre.

Si les notations ont été maintenues stables dans le sillage de la pandémie, l'accélération des prix, sur fond de crise énergétique due à la guerre en Ukraine, a conduit certaines agences à abaisser leur perspective ou notation au cours des douze derniers mois, à raison des risques budgétaires induits, selon elles, par les politiques de soutien face à ce second choc exogène ⁸.

^{8 8} S&P a dégradé la perspective de la France, de stable à négative fin 2022, et Fitch a abaissé la notation d'un cran à AA- perspective stable en avril 2023.

Dans ce contexte, le renchérissement des conditions de financement suscité par la normalisation monétaire enclenchée depuis un an par la banque centrale accroît potentiellement, à leurs yeux, les risques de fragilisation des équilibres budgétaires, sur fond d'incertitudes économiques et politiques,

locales et internationales qu'elles considèrent être appelées à durer. Plusieurs agences ont indiqué leur intention de maintenir une surveillance attentive des indicateurs budgétaires dans leurs décisions à venir, en vue d'éventuels nouveaux ajustements de leur notation.

Encadré 3 : Notations d'agence et rendements souverains

Les agences de notation résument par une note leur appréciation du risque de non remboursement de ses obligations par un emprunteur. Dans le cas de l'évaluation du risque de défaut d'un emprunteur souverain, leur méthodologie repose sur un modèle d'évaluation du risque de défaut qui intègre, en règle générale, plusieurs volets relatifs à l'économie, en particulier : soutenabilité de la dette, trajectoire des finances publiques, perspectives de croissance, stabilité politique, politique monétaire, comptes extérieurs, etc. Cette évaluation est rendue publique dans une note argumentée.

Les notations d'agence s'inscrivent dans une échelle qualitative qui va généralement de AAA (solvabilité-maximale) à statut D (défaut), en passant par BBB et CCC qui indiquent des risques de non remboursement moyen et élevé. La note intermédiaire BBB- trace la frontière entre les titres évalués comme « investissables », c'est-à-dire présentant un risque de défaut relativement modéré, et « non-investissables » (notes BB+ et inférieures), c'est-à-dire présentant un risque de défaut relativement élevé. Cette échelle de notation est complétée par des perspectives d'évolution de la notation indiquant la trajectoire vraisemblable de la notation en cas de statu quo, toutes choses égales par ailleurs, sur les variables identifiées et surveillées par les agences.

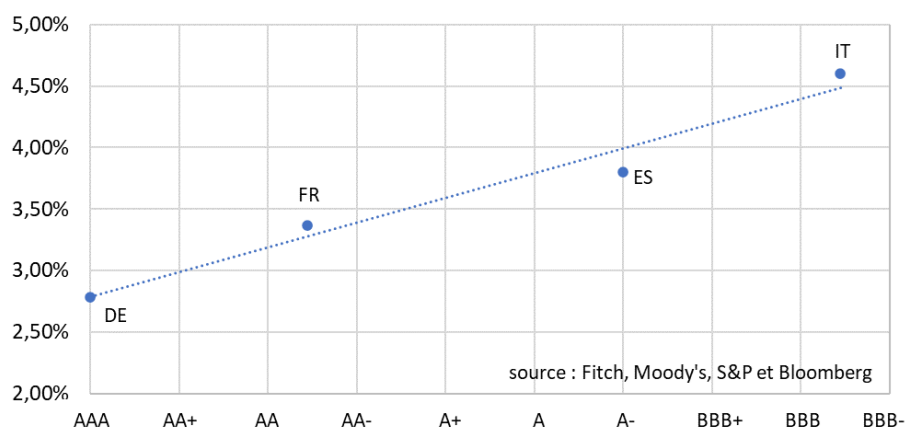
Les notations d'agences sont un des multiples éléments pris en compte par la plupart des investisseurs en vue de déterminer le risque d'un titre. Par ailleurs, les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les gérants d'OPCVM sont soumis à des règles de détention d'obligations et de titres appuyées sur les notations des agences définies par les régulateurs, une dégradation pouvant les conduire à devoir réglementairement se séparer des titres concernés. Par ailleurs, les accords de Bâle II font reposer la pondération des actifs pour déterminer le capital réglementaire des banques sur les notations des agences.

Le rendement à long terme d'un titre de dette souveraine est déterminé par l'équilibre entre l'offre et la demande pour ce titre sur les marchés obligataires et reflète la rémunération supplémentaire que les agents à capacité de financement exigent pour accepter de financer les souverains concernés jusqu'à la maturité du titre. Ce rendement peut se décomposer en trois blocs : le niveau des taux directeurs au moment de l'émission du titre, la trajectoire anticipée des taux courts futurs et une prime de terme. Alors que l'évolution des taux courts est déterminée par la trajectoire anticipée de la politique monétaire, la prime de terme dépend de deux facteurs : la préférence pour la liquidité des agents et la prime de risque de défaut.

Le premier facteur s'explique par le fait que les agents à capacité de financement préfèrent voir leurs fonds investis à court terme et exigent donc un surplus de rendement pour bloquer leur liquidité sur une plus longue période. Le second facteur s'explique par le fait que le risque de ne pas recouvrer la valeur initiale des fonds prêtés, en cas de défaut, augmente mécaniquement avec la durée du titre.

L'évolution de la notation des agences, d'une part, et la prime de risque, approximée par l'écart entre taux courts et taux longs des obligations souveraines, d'autre part, doivent théoriquement converger. Cette convergence est a priori d'autant plus forte que les investisseurs intègrent les notations d'agence dans leur évaluation du risque de défaut des entités souveraines. C'est ce que tend à confirmer la corrélation empirique observée en zone euro sur le graphique ci-dessous.

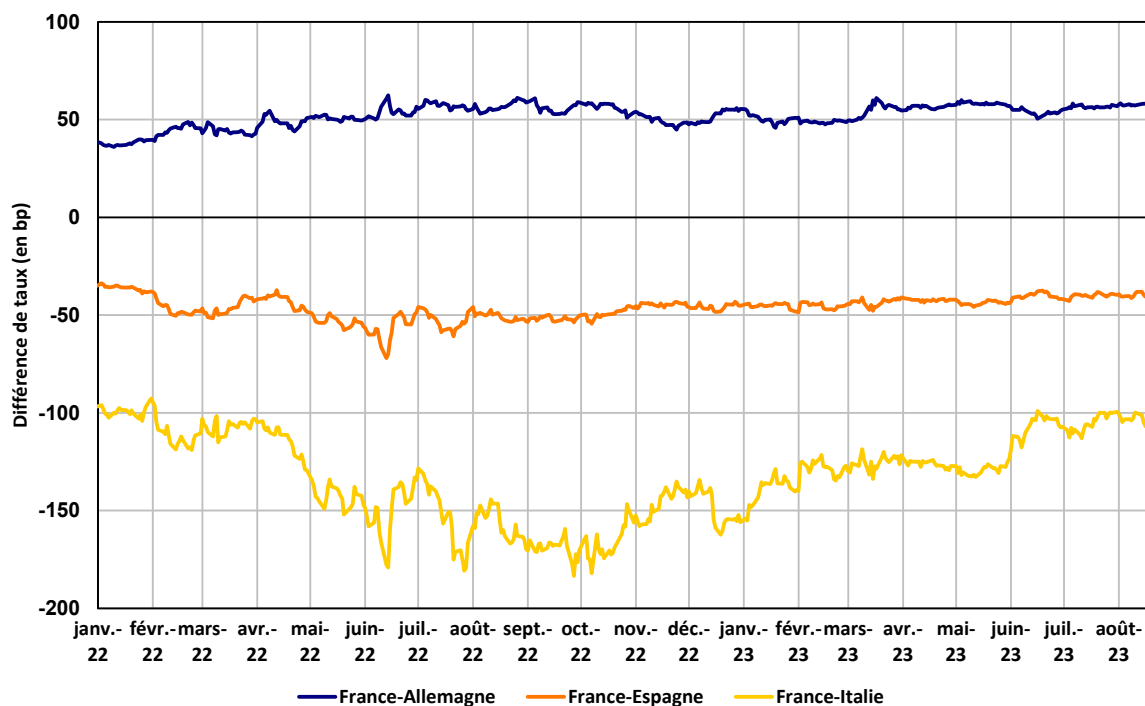
Corrélation entre notations souveraines et rendement souverain à 10 ans pour les principaux Etats de la zone euro
(25 septembre 2023)



Source : Agence France Trésor.

Si les agences actualisent leur notation périodiquement, généralement en suivant le calendrier communiqué l'année précédente, l'appréciation par les investisseurs du risque de crédit de l'émetteur évolue chaque jour.

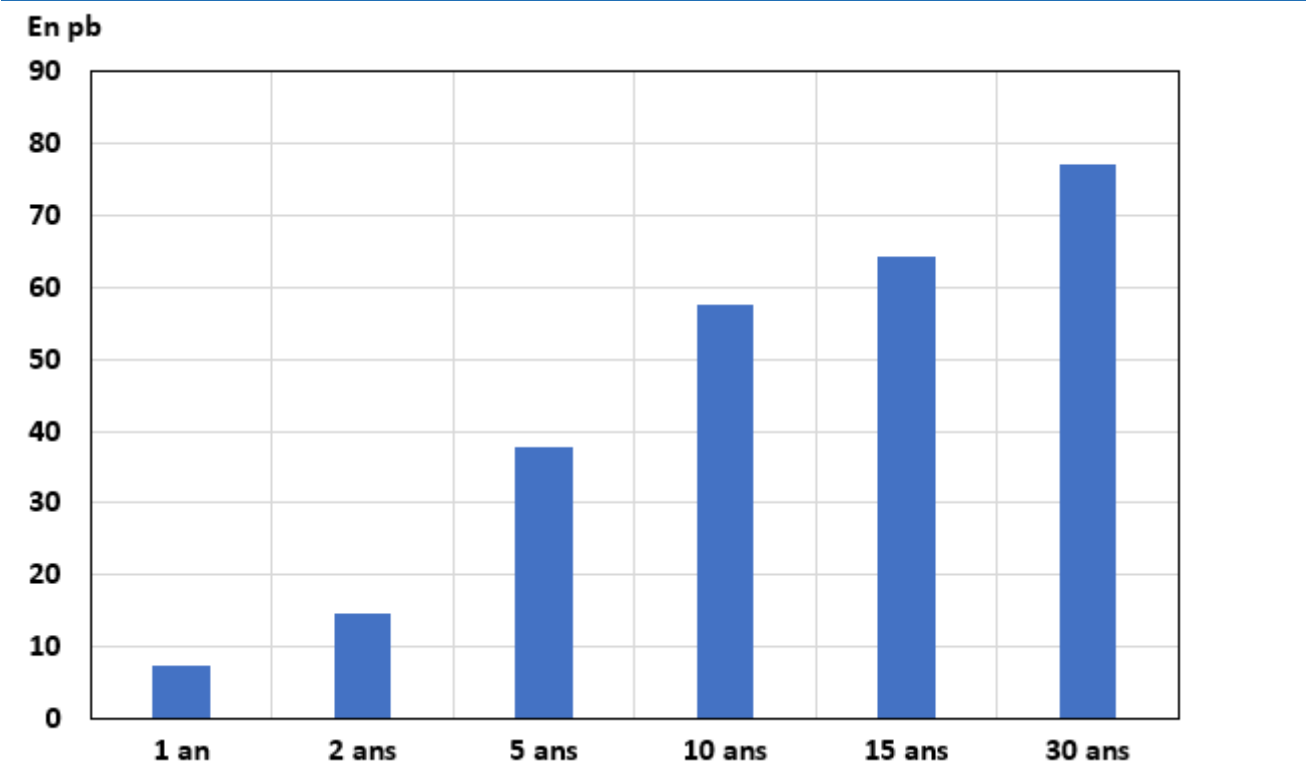
Graphique 4 : Différence de taux d'intérêt à 10 ans de la France avec l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie



Source : Agence France Trésor.

L'écart de taux entre la France et l'Allemagne augmente avec la maturité des emprunts.

Graphique 5 : Ecarts en points de base entre les taux français et allemands à différentes maturités



Source : Agence France Trésor.

En dépit de la hausse des encours, la charge de la dette de l'État a diminué entre 2018 et 2020 sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt.

La remontée de l'inflation puis des taux ont inversé cette tendance à partir de 2021. En 2022, le choc d'inflation a conduit à une augmentation de la charge d'indexation, une provision qui reflète la charge future d'amortissement des obligations indexées sur l'inflation, charge qui devrait diminuer en 2023.

Dans l'actualisation réalisée pour le projet de loi de finances pour 2024, la charge de la dette de l'État est estimée à 38,6 Md€ pour 2023 et à 48,1 Md€ pour 2024. L'effet le plus important anticipé en 2024 est celui de la hausse des taux d'intérêt de long terme. La charge de la dette estimée pour 2023 est proche de celle qui avait été prévue en loi de finances initiale (37,5 Md€).

Tableau 5 : Évolution de la charge de la dette de l'État sur longue période

En Md€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Charge de la dette de l'État (comptabilité maastrichtienne)	34,7	35,2	30,6	25,6	31,4	46,3	38,6	48,1	57,0	65,1	74,4

B. Les ressources de financement de l'État

Le tableau de financement de l'État est adopté chaque année en loi de finances (article 34 de la LOLF).

Il équilibre les besoins de financement et les ressources, composées des émissions de dette à moyen et long terme, de la variation nette de l'encours des titres d'État à court terme⁹, des ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement¹⁰, de la variation des dépôts des correspondants au Trésor, de la variation des disponibilités du Trésor et des autres ressources de trésorerie.

Trois de ces ressources dépendent des conditions de marché. Les conditions de marché déterminent

le coût des émissions de dette à moyen et long terme comme des émissions de court terme. Elles déterminent le volume des « autres ressources de trésorerie », qui retracent principalement les primes et décotes à l'émission (cf. encadré 3).

L'État émet deux types de produits de dette. Des bons à taux fixe (BTF) qui sont des titres de court terme, de maturité inférieure à 1 an. Des obligations assimilables du Trésor (OAT) qui payent un taux d'intérêt annuel (appelé « coupon ») et ont une maturité qui peut aller de 2 ans à 50 ans. Le capital de certaines OAT est indexé sur l'inflation française (OATi) ou européenne (OAT€i). Les principes et les méthodes de gestion de la dette sont détaillés dans le rapport d'activité de l'Agence France Trésor disponible sur son site internet.

⁹ L'encours de titres de court terme (trois, six et douze mois) est renouvelé chaque semaine. En fin d'année, pour l'arrêt des comptes, seule la variation de l'encours par rapport à l'année précédente participe effectivement au financement de l'année. Par exemple, si l'encours de BTF est de 100 Md€ en année n, les BTF contribuent aux ressources en année n+1 si l'encours est supérieur à 100 Md€, par exemple 110 Md€, mais ils sont une

« ressource négative » (*de facto* un besoin de financement) si l'encours diminue en dessous de 100 Md€, par exemple 90 Md€.

¹⁰ Dont les ressources affectées à la Caisse de la dette publique dans le cadre du programme 369 « amortissement de la dette de l'État liée à la covid-19 » de la mission « Engagements financiers de l'État ».

Encadré 4 : Primes et décotes à l'émission

Les OAT sont librement échangeables sur les marchés financiers et c'est leur prix d'échange qui permet de fixer le rendement à un moment donné du titre. L'État a aussi la possibilité de réabonder une souche d'OAT existante (se caractérisant par une maturité et un coupon) par de nouvelles émissions, présentant exactement les mêmes caractéristiques. Cette méthode permet d'augmenter la liquidité du titre¹¹.

De ce fait, il peut exister une différence entre le taux de coupon d'une OAT, qui est fixé à la création d'une souche, et son taux de rendement lors des réémissions, qui fluctue en fonction de l'équilibre entre l'offre et la demande et de facteurs liés aux conditions macroéconomiques. En particulier, lorsqu'un titre se négocie à un taux d'intérêt inférieur à son taux de coupon, le prix d'une obligation de 1€ est supérieur à 1€ (« supérieur au pair »). Inversement, si le taux de marché est supérieur au taux de coupon, le titre se négocie à un prix inférieur au pair. Lors d'une émission abondant une ancienne souche, la prime ou la décote permet de réconcilier financièrement la différence entre le taux de marché, qui fluctue en permanence, et le coupon qui est fixe.

Ainsi, lors d'une période de baisse tendancielle des taux, l'État enregistre des primes à l'émission. Il en est de même en période de taux de marché négatifs qui produisent mécaniquement des primes car les coupons ne peuvent pas, pour des raisons techniques et juridiques, être inférieurs à 0 %. Inversement, une période de hausse tendancielle des taux, comme jusqu'ici en 2023, entraîne des décotes.

D'un point de vue budgétaire, les primes et décotes respectivement augmentent ou réduisent les ressources de financement. Financièrement, le mécanisme est neutre car une prime encaissée par l'État se traduit par des décaissements budgétaires (coupon) plus importants sur la vie du titre et inversement. C'est pour cette raison que la comptabilité nationale retraite cet effet afin de retracer le taux économiquement acquitté au moment de chaque émission.

Le stock de primes nettes des décotes est disponible dans le compte général de l'État¹² transmis au Parlement avec le projet de loi de règlement. Le passage du stock de l'année N-1 au stock de l'année N est également présenté dans le rapport d'activité de l'AFT¹³.

La référence de la réglementation européenne sur la mesure de la dette fixée par Eurostat¹⁴ rend les primes et décotes comparables entre pays européens.

¹¹ Les obligations sont dites « assimilables » dans la mesure où elles peuvent être réémises avec des caractéristiques comparables à des dates différentes. C'est ce caractère assimilable qui assure la liquidité, caractéristique très recherchée par les investisseurs, des titres. Si les titres étaient émis avec des caractéristiques propres à chaque adjudication, l'encours par titre serait plus faible, ce qui augmenterait la fragmentation de la dette et donc son coût. En réémettant plusieurs fois sur la même souche, son encours peut augmenter pour garantir sa liquidité.

¹² Compte général de l'État 2022, page 74, paragraphe 11.3.

¹³ Rapport d'activité 2022 de l'AFT, page 81.

¹⁴ *Manual on Government Deficit and Debt*, Eurostat, notamment cf. encadré 2, avant-dernier paragraphe, p. 348 du manuel de comptabilité et p. 5, point 2.

Maturité moyenne de la dette

Afin de bénéficier, dans la durée, des meilleures conditions de financement dans l'intérêt du contribuable, les émissions de l'État sont réparties entre les différentes maturités (usuellement 3 ans, 5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans, 30 ans et 50 ans, mais aussi parfois des maturités intermédiaires) en fonction de la profondeur du marché. Cette profondeur est variable en fonction du volume d'épargne cherchant à s'investir sur ces différents horizons de temps. La maturité moyenne de la dette de l'État varie donc en conséquence.

La maturité moyenne de la dette de l'État s'élève actuellement à 8,5 ans, en hausse continue depuis 2003 où elle était de 5,8 ans, soutenue par des maturités moyennes à l'émission nettement plus élevées. Cette maturité moyenne à l'émission était de 8,3 ans en 2003, a progressé jusqu'à 11,5 ans en 2020 et même 12,6 ans en 2021 (année où a été lancée une nouvelle OAT de maturité 50 ans) pour s'établir en août 2023 à 11,2 ans.

L'augmentation de la maturité moyenne des émissions reflète la politique d'émission de l'AFT qui accompagne l'évolution de la demande des investisseurs. Ces derniers avaient allongé leur maturité cible afin de bénéficier de rendements plus importants dans un contexte de taux très bas voire négatifs. C'est par ce biais, en offrant les produits faisant l'objet d'une demande de marché, que l'AFT réduit le risque de financement de l'État au meilleur coût.

La maturité moyenne élevée de la dette a pour effet de retarder les conséquences d'un choc de taux sur la charge de la dette.

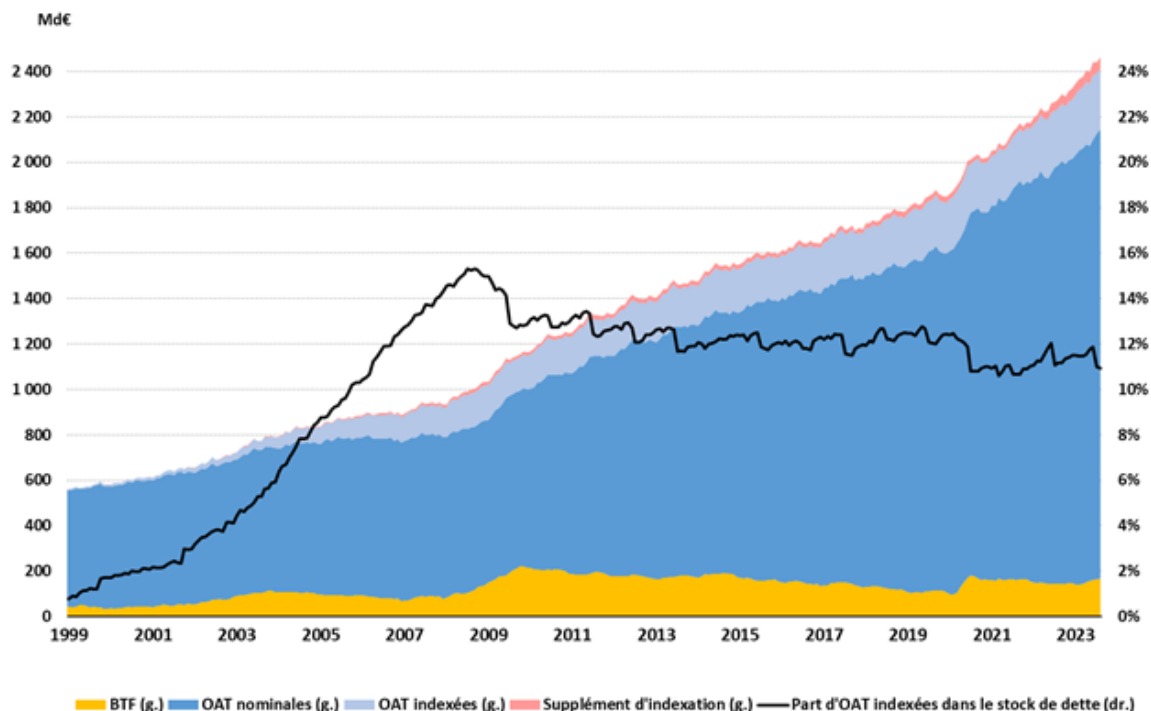
OAT indexée (« OATi » et « OAT€i »)

Depuis l'autorisation donnée par l'article 19 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, la France émet des obligations indexées sur l'inflation. Une obligation

indexée sur l'inflation est un titre de dette dont les flux financiers versés aux investisseurs dépendent de l'inflation constatée¹⁵. Le principal de l'obligation, qui doit être remboursé à échéance, augmente chaque année avec l'inflation constatée, en contrepartie de quoi le taux d'intérêt payé est plus faible. L'intérêt financier de l'émission d'obligations indexées par rapport à des obligations à taux fixe doit s'apprécier sur l'ensemble d'un cycle économique et dépend de l'écart entre les anticipations d'inflation des investisseurs à l'émission et l'inflation effectivement constatée sur la totalité de la durée des titres. Depuis 2009, l'AFT a pour stratégie d'émettre environ 10 % de son programme annuel de financement d'OAT en obligations indexées. La proportion effectivement émise varie autour de cette cible en fonction de la demande des investisseurs. Fin août 2023, l'encours des obligations indexées (hors indexation) s'élève à 53 Md€ d'OATi (indexées sur l'inflation française) et 159 Md€ d'OAT€i (indexées sur l'inflation de la zone euro), soit environ 25 % d'OATi et 75 % d'OAT€i. En intégrant la provision d'indexation, s'ajoutant au capital, la part d'obligations indexées dans l'encours de dette de l'État, qui avait atteint 15 % en 2008, évolue entre 11 % et 13 % depuis dix ans (voir graphique ci-dessous). Pour mémoire, dans l'environnement de déficits actuel et prévus et au vu du profil actuel d'amortissement et d'émission de la dette et si on fait l'hypothèse d'un niveau moyen de 10% de titres indexés dans le programme annuel d'émissions nettes des rachats, la part des titres indexés dans la dette de l'Etat se stabiliserait à long terme entre 12% et 13% en cas de retour progressif de l'inflation vers 2%. Si l'inflation se stabilisait à long terme dans un régime d'inflation bas de 1%, ce ratio s'établirait entre 11% et 12%, et si l'inflation se stabilisait entre 3% et 4%, ce ratio se stabiliserait entre 13% et 15%.

¹⁵ À noter que les flux versés sur une OAT à taux fixe dépendent aussi de l'inflation. Mais de l'inflation *anticipée* à la date de l'émission, figée dans le taux de rendement à l'émission, et non de l'inflation *constatée*.

Graphique 6 : OAT indexées depuis 1998



Source : Agence France Trésor. Note de lecture : pour 2023, les données sont arrêtées à fin août.

Les conditions et limites du programme d'émission de titres indexés sont définies en fonction du contexte économique et financier. En France, les OATi et OAT€i permettent de diversifier la base d'investisseurs en mobilisant l'épargne recherchant une protection contre l'inflation (par exemple : épargne réglementée comme le livret A, fonds d'épargne-retraite indexés sur l'inflation). Ces investisseurs doivent couvrir le risque que l'inflation réelle diffère de l'inflation anticipée (telle qu'intégrée dans les taux d'intérêt nominaux) et sont donc prêts à payer une prime pour acquérir ce type de titres. Cet élément de diversification est d'autant plus important que les volumes globaux d'émission de dette française ont augmenté depuis quinze ans, nécessitant de disposer d'une base d'investisseurs large et diversifiée. L'ensemble des pays du G7 dispose de titres indexés sur l'inflation, et tous, à l'exception du Canada, en émettent actuellement. La part des titres indexés varie en fonction des caractéristiques nationales.

Le Royaume-Uni présente la part la plus importante du fait des besoins d'investissement des fonds de pension britanniques ; suivent l'Italie, la France, les États-Unis et l'Allemagne. Les OATi et OAT€i permettent aussi de diversifier les expositions de l'État en fixant les conditions d'une partie de ses emprunts en termes réels, tandis que les emprunts à taux fixe sont exposés au risque que leur taux, déterminé par les anticipations d'inflation à l'instant de l'émission, se révèlent en décalage avec les conditions économiques futures.

Les taux d'intérêt à l'émission des titres indexés étant structurellement plus bas (d'un niveau correspondant aux anticipations d'inflation lors de l'émission) que ceux de la dette à taux fixe, il a été

voté par le Parlement¹⁶ lors du lancement du programme que, par exception au principe de comptabilité de caisse de la comptabilité budgétaire, une provision serait passée chaque année pour enregistrer l'inflation accumulée cette année (entre deux dates de tombée de coupon) sur l'ensemble du portefeuille. En trésorerie, l'essentiel

de l'inflation accumulée est payé au moment du remboursement du titre. Avec cette provision, la charge de la dette indexée se comporte de manière contra-cyclique : elle augmente quand l'inflation et les rentrées fiscales augmentent. Au contraire, elle diminue en période de ralentissement ou de récession, comme par exemple en 2020.

Dettes vertes : émissions d'OAT vertes et allocation des fonds

L'émission d'obligations vertes par l'État accompagne le développement de la finance durable.

La France a émis à ce jour trois OAT vertes, dont l'une indexée sur l'inflation européenne, émise pour la première fois en mai 2022. Depuis 2017, elle a élargi progressivement son offre de titres verts, ce qui lui a permis de répondre à une demande de marché très dynamique. Ainsi l'encours total de titres verts atteint, à fin août 2023, 58,3 Md€ : la France reste à ce jour le plus important émetteur souverain de titres verts.

Tout en respectant le principe d'universalité budgétaire, ces titres permettent de lever des fonds alloués à des dépenses favorables à l'environnement. L'AFT a mis en place un document-cadre qui, depuis 2017, régit ses obligations vertes. Les dépenses vertes éligibles (DVE) sont définies chaque année, au moment du vote du budget, par un groupe de travail interministériel, en fonction de quatre grands objectifs environnementaux : atténuation du changement climatique, adaptation à celui-ci, promotion de la biodiversité et lutte contre la pollution. La sélection des DVE est réalisée en cohérence avec le budget vert qui, depuis 2020, renseigne les citoyens sur l'impact environnemental des dépenses de l'État. Elle s'appuie aussi sur le label Greenfin du ministère de la Transition écologique. Le dispositif des OAT vertes est en outre aligné avec les Principes applicables aux obligations vertes de l'International Capital Market Association (ICMA). Une seconde opinion délivrée par

un tiers-expert indépendant atteste de cet alignement du document-cadre. Le tiers-expert s'est chaque année prononcé favorablement, dans son actualisation de cette seconde opinion, sur le caractère vert des DVE et sur le respect par l'AFT des engagements pris au moment de l'émission inaugurale.

Par sa présence sur le marché des obligations vertes à un moment où celui-ci croissait rapidement, l'État a souhaité apporter aux gestionnaires un actif vert et sans risque. En outre, il entendait contribuer à la diffusion des bonnes pratiques. Enfin, ce dispositif permet de mettre en exergue ses efforts en faveur de la transition écologique, notamment grâce à la publication de rapports rendant compte de l'allocation et de l'impact des OAT vertes.

Les rapports d'allocation montrent la diversité des politiques publiques favorables à l'environnement. Celles-ci se déploient par exemple dans les domaines de l'énergie, du bâtiment, de la préservation des ressources vivantes ; elles ont trait, pour bon nombre d'entre elles, à la recherche et à l'innovation. Les rapports d'allocation, publiés annuellement, présentent ainsi les actions budgétaires, dépenses fiscales et programmes du PIA auxquels sont adossées les émissions d'OAT vertes. Ils se basent sur le projet de loi de règlement et les Rapports annuels de performance qui lui sont annexés, dont ils exploitent en particulier certains indicateurs de performance. L'allocation proprement dite fait ensuite l'objet d'un audit réalisé par un cabinet indépendant.

¹⁶ Article 125 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999 de finances pour 2000.

Le rapport d'allocation pour 2022 approfondit notamment, outre le passage en revue des différentes catégories de dépenses vertes éligibles, l'analyse de ces mêmes dépenses au prisme de la taxonomie européenne, classification des activités économiques établie par un règlement de juin 2020 qui permet notamment d'évaluer leur contribution à la réalisation d'objectifs environnementaux.

Parallèlement aux rapports d'allocation, sont publiées des études évaluant l'impact environnemental des dépenses vertes éligibles. Chacun de ces documents est consacré spécifiquement à l'une des dépenses vertes éligibles. Leur élaboration est supervisée par un Conseil indépendant,

composé d'experts de stature internationale. À ce jour, cinq rapports ont été publiés, portant sur le crédit d'impôt transition énergétique (2018), sur Voies navigables de France (2019), sur l'Office national des forêts (2020), sur des dépenses innovantes du PIA (2021) et sur les activités de prévision météorologique et d'observation terrestre (2022). Ils sont tous disponibles sur le site internet de l'Agence France Trésor¹⁷. Toutes les évaluations abordent la question de l'atténuation du changement climatique, mais ne s'y cantonnent pas et se prononcent aussi, dès que cela est pertinent, sur les impacts en termes d'adaptation au changement climatique, de biodiversité ou de pollution.

¹⁷ <https://www.aft.gouv.fr/fr/oat-verte#Avis>

Encadré 5 : Au-delà des OAT vertes, de nombreux émetteurs publics ont recours à des programmes d'obligations thématiques

Parmi les obligations thématiques figurent, outre les titres verts, les obligations sociales et les obligations durables. Celles-ci ont pour objet de financer ou refinancer des projets sociaux éligibles (dans le cas des obligations sociales) ou des projets éligibles présentant indifféremment des bénéfices sociaux ou environnementaux (dans le cas des obligations durables), selon les définitions données par l'International Capital Market Association. En particulier, les obligations sociales répondent à la demande de transparence et d'impact de l'investissement socialement responsable (ISR). Les obligations sociales présentent un double avantage :

- renouveler le dialogue avec les investisseurs en les informant sur les dynamiques de recettes, la maîtrise des dépenses, les déterminants des déficits et l'amortissement de la dette sociale ;
- illustrer le « service rendu », notamment l'efficacité du mécanisme de solidarité et d'amortisseur de crise constitutif de la sécurité sociale, et de ses effets redistributifs (redistribution entre ménages, entre territoires, entre générations, entre actifs et inactifs).

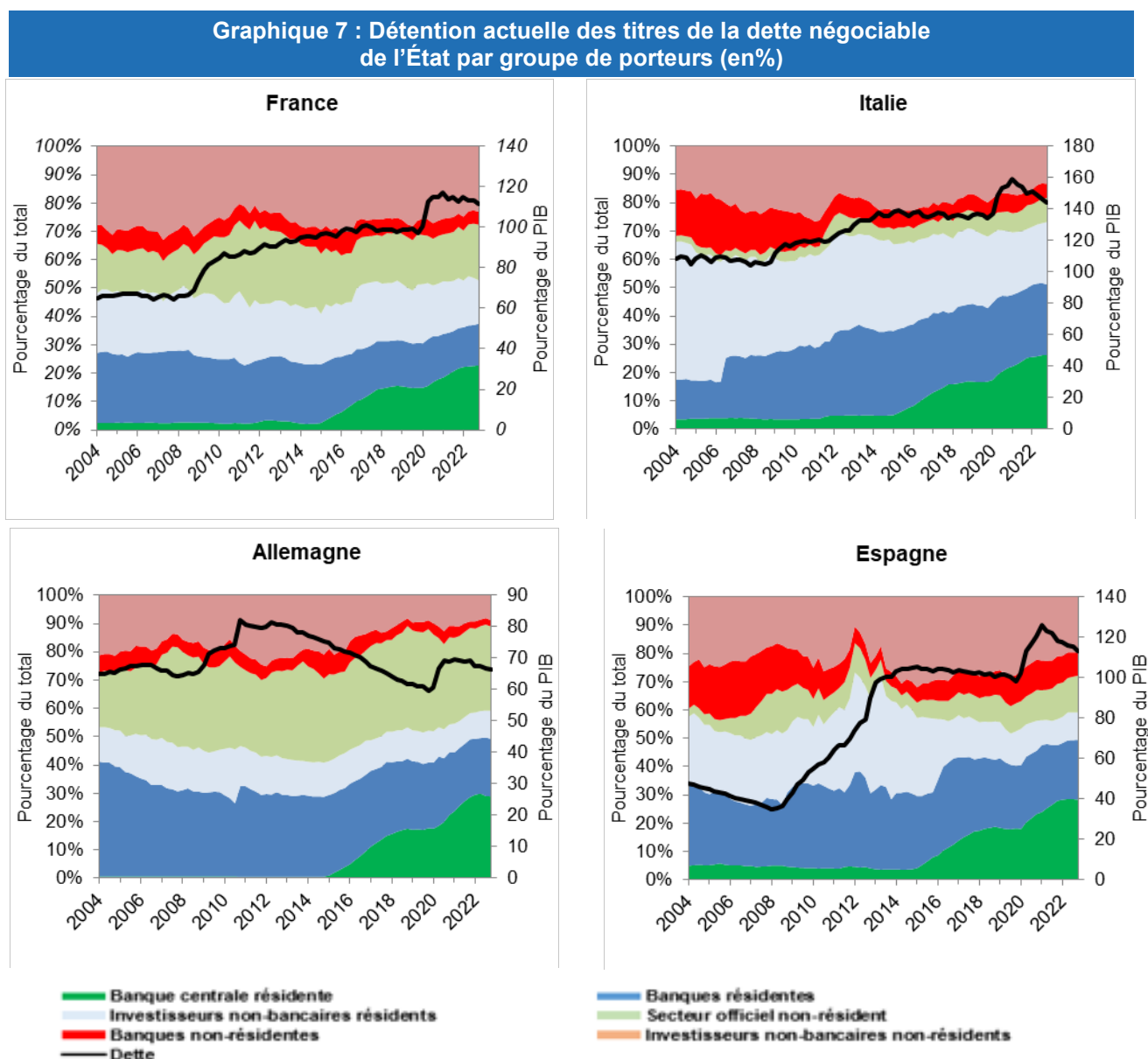
Parmi les émetteurs y ayant recours, on trouve l'UNEDIC qui a lancé son programme en mai 2020, la CADES qui l'a rejointe en septembre 2020 et qui est le principal émetteur français d'obligations sociales avec un encours atteignant 111,3 Md€ à la date de rédaction du rapport.

Plusieurs établissements financiers publics disposent de programmes d'obligations sociales ou durables : l'Agence Française de Développement (AFD), qui dispose d'un cadre d'émission construit par référence aux Objectifs de Développement Durable dans leur ensemble ; la Caisse des dépôts et consignations (CDC) ; Bpifrance, qui y a eu recours dans une visée de préservation de la trésorerie des PME et ETI et de maintien de l'emploi par le refinancement de prêts préexistants ; la Caisse Française de Financement Local (CAFFIL), qui émet sous ce format afin de financer des prêts aux hôpitaux publics ou encore l'Agence France Locale (AFL), qui par ce biais finance ou refinance des investissements durables éligibles de l'ensemble de ses collectivités membres.

Des collectivités locales telles que la Ville de Paris, la région Île-de-France ou la région Occitanie ont également recours à ces formats qui correspondent directement à leur objet, finançant par ce biais des dépenses d'éducation, de logement social, de développement économique et solidaire ainsi que des actions à destinations des populations les plus vulnérables.

C. L'évolution de la base d'investisseurs

La détention de la dette de l'État évolue constamment au gré des 20 Md€ de transactions quotidiennes sur les marchés financiers. Cependant la structure de détention de la dette publique est assez stable et n'évolue que progressivement dans le temps. Des enquêtes régulières effectuées, l'une par le FMI et l'autre par la Banque de France, permettent de visualiser ces tendances, par catégories d'investisseurs.

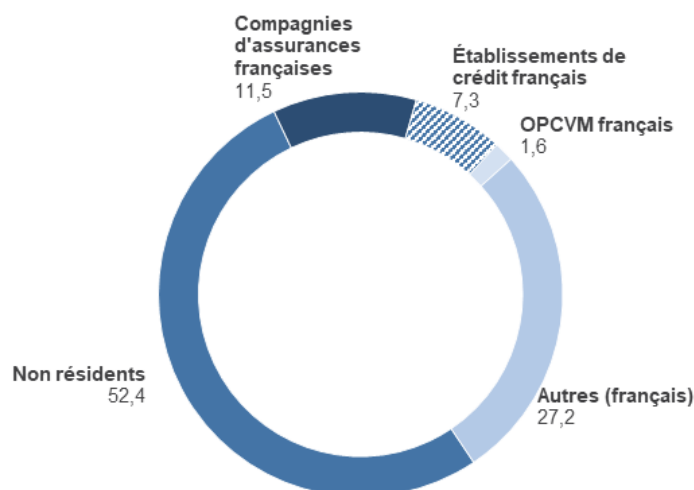


Source : Fonds Monétaire International, *Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies*, données arrêtées au 4^{ème} trimestre 2022.

La répartition de la dette française bénéficie d'une forte diversification tant du point de vue géographique que du point de vue de la typologie d'investisseurs (établissements de crédit, assureurs, fonds de pensions, banques centrales étrangères, etc.). Cette diversification et cette stabilité constituent un atout pour la France car elles permettent

de diminuer le risque de refinancement et de minimiser les taux d'intérêts, *via* une concurrence accrue entre les investisseurs. À noter par ailleurs que plus la part du secteur officiel non-résident (banques centrales) est élevée dans la détention de la dette, plus faible est son taux de financement.

Graphique 8 : Détention actuelle des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs (en %)



Source : Banque de France (2^e trimestre 2023)

Les enquêtes menées par la Banque de France et par le FMI montrent une détention relativement stable au niveau agrégé, une fois retraitée de l'impact des opérations de politique monétaire qui ont fortement évolué au cours des dernières années. Les investisseurs résidents hors Banque de France détiennent ainsi environ un tiers de la dette française tandis que les non-résidents détiennent les deux-tiers restants (voir graphique 10 ci-après). En intégrant la dette détenue par la Banque de France dans le cadre des programmes d'achat de titres de l'Eurosystème, la dette de l'Etat était détenue environ pour moitié par des résidents et pour moitié par des non-résidents à la fin du deuxième trimestre 2023.

La part de détention des investisseurs non-résidents est également analysée, de façon semestrielle et non trimestrielle comme celle de l'enquête de la Banque de France, par le Fonds Monétaire International (FMI), mais sur un périmètre plus large, allant au-delà de la seule dette de

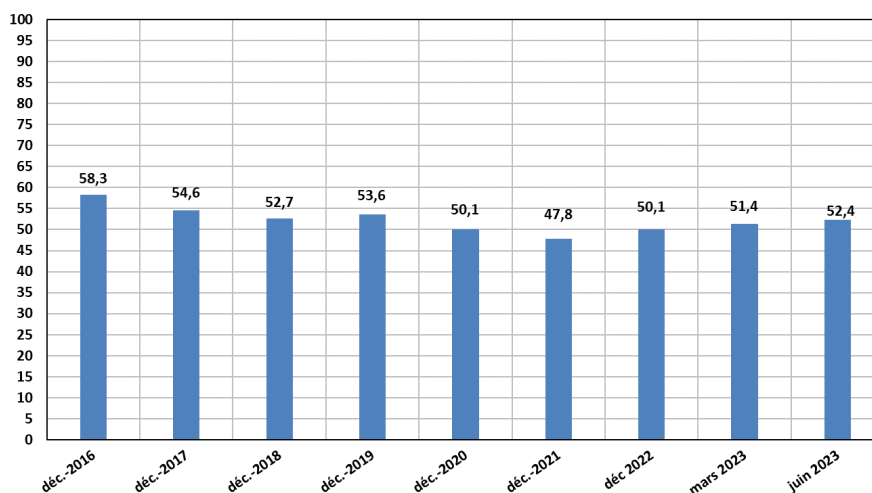
l'Etat. Ainsi, sur l'ensemble de la dette publique française, elle estime que, fin 2022, 53% des titres étaient détenus par des entités résidentes, 22 % par des entités non bancaires non résidentes, 20% par le secteur public non-résident et enfin 5% par les banques commerciales étrangères.

Sur longue période, l'évolution de la part de la dette détenue par les résidents en période récente reflète les évolutions de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne. Ainsi, après une forte croissance suite à la création de l'euro, passant d'un tiers à deux tiers en dix ans, la part des non-résidents a connu deux phases de reflux sur 2015-2018 puis 2020-2021 correspondant aux deux phases de mise en œuvre des programmes d'achat de l'Eurosystème, jusqu'à 48 % fin 2021. Elle remonte en 2022 avec la fin des achats nets, et ce mouvement s'amplifie en 2023 avec le resserrement quantitatif entamé en mars.

Par ailleurs, l'enquête réalisée par la Banque de France permet aussi d'illustrer la base d'investisseurs de différents segments de produits. Ainsi, si

les titres à taux fixe (BTF et OAT) sont majoritairement détenus par les non-résidents, les titres indexés sur l'inflation le sont davantage par les investisseurs résidents.

Graphique 9 : Détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'État (en %)

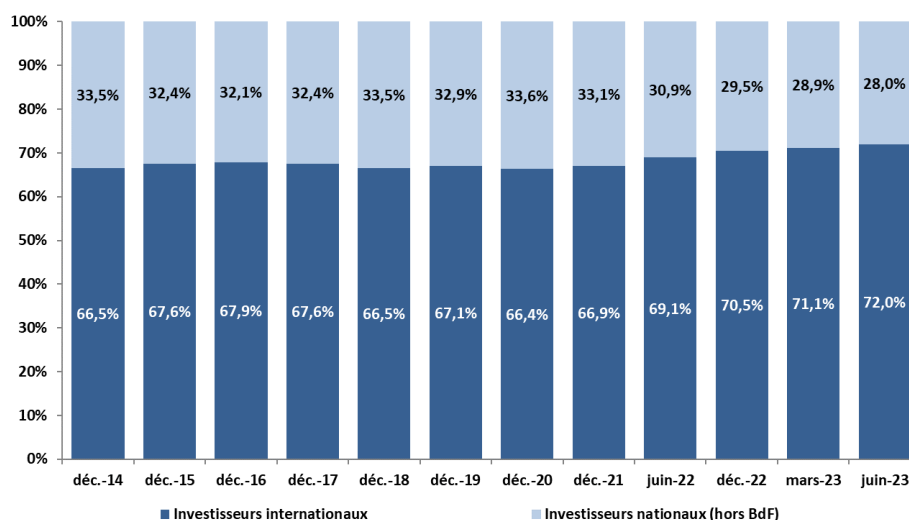


Source : Banque de France (2^e trimestre 2023)

Au deuxième trimestre de 2023, 78% des OAT indexées sur l'inflation française (OATi) et 61% des OAT indexées sur l'inflation européenne (OAT€i) étaient détenues par des investisseurs français,

contre 46% des titres nominaux. Ceci reflète notamment la demande spécifique de la part des investisseurs français exposés à l'inflation (au premier rang desquels les gestionnaires de l'épargne réglementée telle que le Livret A).

Graphique 10 : Détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'État (en %) retraitée des achats d'actifs de la BCE



Source : Banque de France (calculs AFT)

Soutenabilité de la dette publique

A. Scénario de taux d'intérêt et impact d'une hausse des taux ou d'inflation sur la charge de la dette

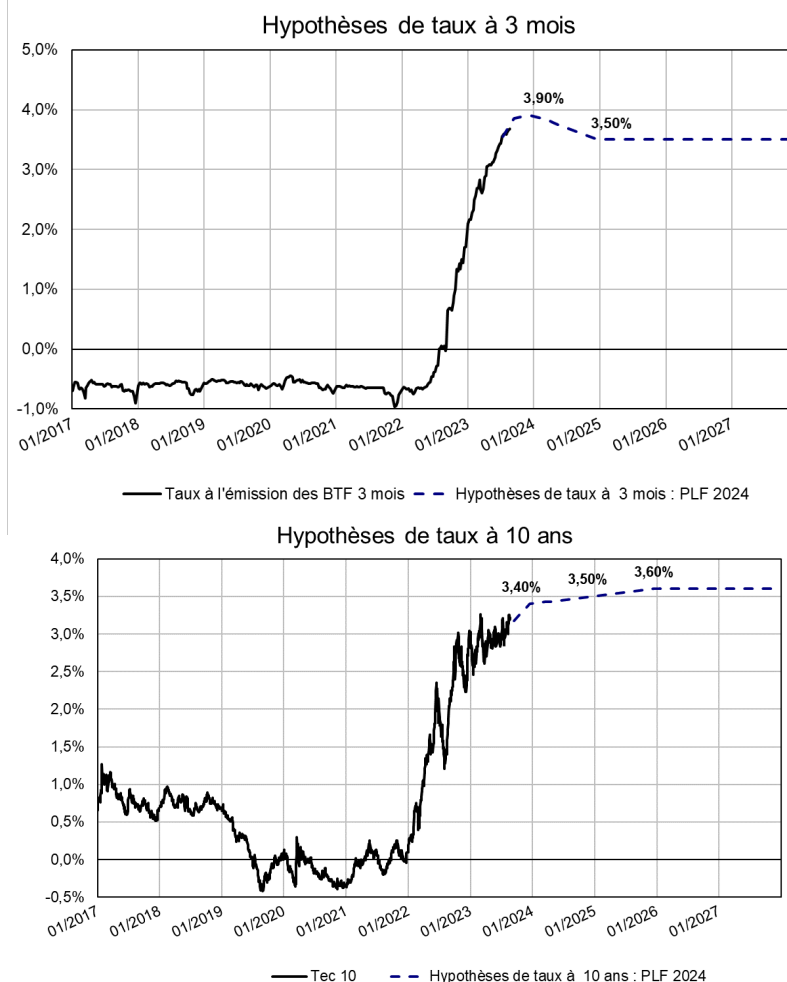
Suite à la forte hausse de l'inflation en France et dans la zone euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) a engagé à l'été 2022 une normalisation de la politique monétaire qui s'est poursuivie en 2023.

Le scénario de taux utilisé par l'État pour établir la charge de la dette en 2024 repose sur l'hypothèse, correspondant aux anticipations de marché actuelles, d'une légère détente des taux directeurs

de la BCE courant 2024, puis d'une stabilisation à un niveau cohérent avec les autres hypothèses macroéconomiques retenues dans le PLF 2024.

Les taux longs, globalement stables, augmenteraient cependant légèrement sous l'effet de la politique de resserrement quantitatif (baisse des achats voire ventes de titres) de la BCE : le taux à 10 ans s'élèverait alors à 3,4 % fin 2023 et à 3,5 % fin 2024 puis à 3,6% à partir de fin 2025. S'agissant des taux courts, le taux à 3 mois qui atteindrait 3,9 % fin 2023 baisserait à 3,5 % fin 2024, puis se maintiendrait à ce niveau.

Graphique 11 : Hypothèses de taux d'intérêt à 3 mois et à 10 ans retenues pour le projet de loi de finances pour 2024

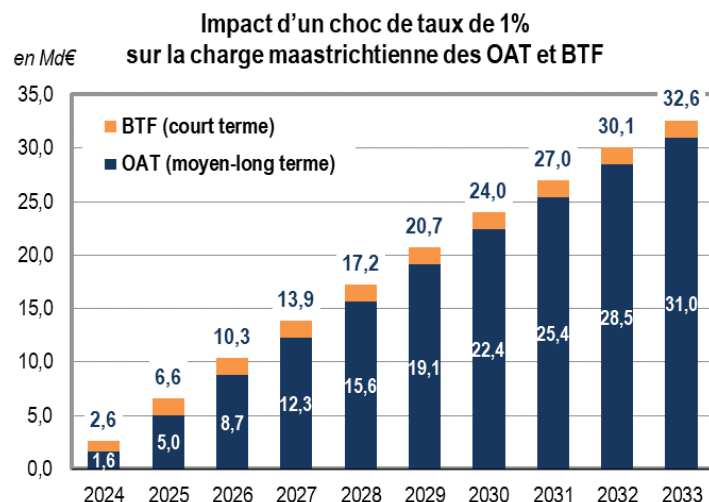


Source : Banque de France (calculs AFT)

Une remontée durable des taux d'intérêt au-dessus des hypothèses du scénario de référence constitue un facteur d'augmentation progressive de la charge de la dette. L'effet d'un choc pérenne de +1 % (+100 points de base) par rapport au scénario de référence, sur l'ensemble de la courbe, entraînerait une hausse de la charge de la dette

de 2,6 Md€ supplémentaires la première année, 6,6 Md€ supplémentaires la deuxième année, d'environ 17,2 Md€ la cinquième année. À l'inverse, si la trajectoire de remontée des taux était plus basse de 1 point que le scénario central, cela entraînerait une baisse de la charge de la dette de même ampleur.

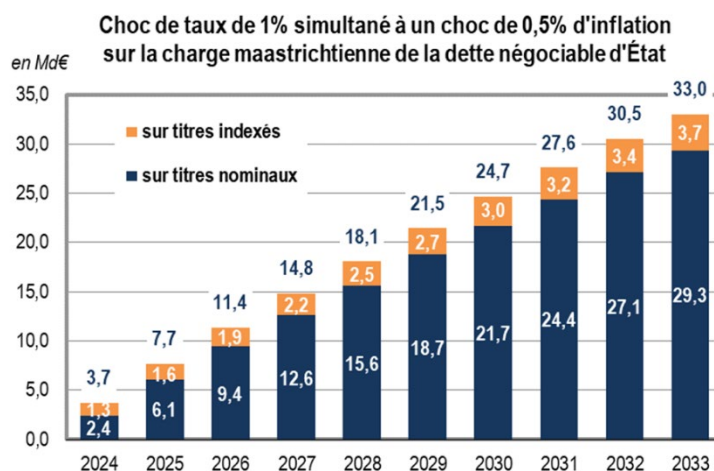
Graphique 12 : Impact d'un choc de taux d'intérêt sur la charge de la dette à moyen terme (en comptabilité maastrichtienne)



S'agissant de l'inflation, une variation des indices de prix à la consommation de +/- 1 % induit une variation de la charge d'environ +/- 2,6 Md€.

En tenant compte d'un choc d'inflation de 0,5 % simultané au choc de taux de 1 %, l'impact total, ajoutant le surcroît de charge d'indexation au surcroît de charge d'intérêt, est présenté ci-dessous.

Graphique 13 : Impact d'un choc de taux simultané avec un choc d'inflation sur la charge de la dette à moyen terme (en comptabilité maastrichtienne)



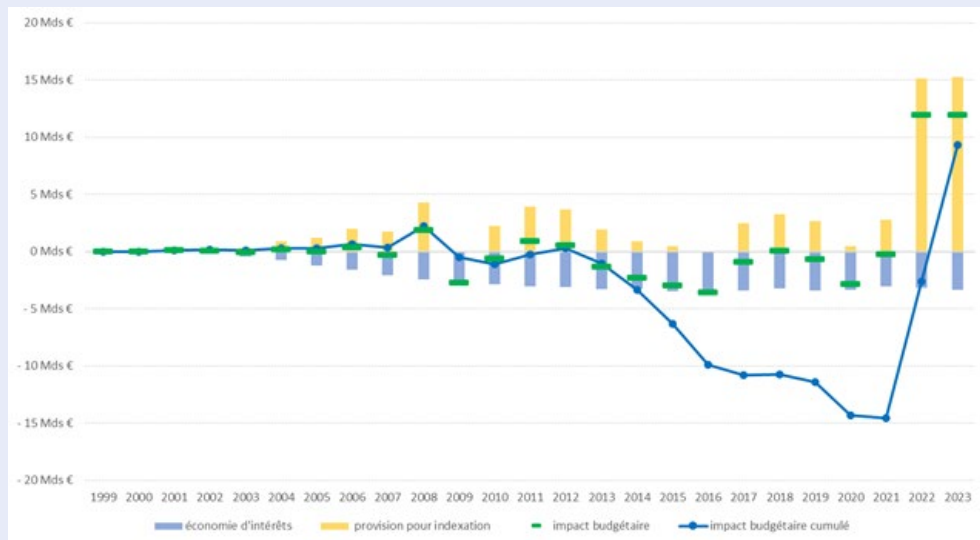
Encadré 6 : part optimale des titres indexés dans le portefeuille de dette

L'introduction des programmes d'émission d'obligations indexées a permis historiquement à plusieurs pays (comme l'Angleterre, l'Italie et la Suède) de réduire significativement leurs coûts de financement (Penati et al. 1995), d'asseoir la crédibilité de leurs politiques publiques dans la lutte contre l'inflation et d'assurer une meilleure gestion de la dette, tout en répondant à une demande croissante émanant des investisseurs, notamment les acteurs institutionnels tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Ces investisseurs sont prêts à accepter une prime d'inflation (c'est-à-dire de payer un prix supérieur à celui que les anticipations d'inflation justifierait, donc percevoir si ces anticipations se réalisent un taux d'intérêt plus faible, pour acheter le titre) afin de réduire leur exposition au risque d'une évolution significative du niveau général des prix, qui excéderait la cible d'inflation définie par la politique monétaire.

Les titres indexés soutiennent naturellement les politiques publiques contra-cycliques ; ils permettent à l'Etat de se financer à faible coût en période de récession, limitant ainsi l'impact sur le coût de la dette en dans un contexte de baisse des recettes fiscales (croissance économique faible), alors qu'en période de forte inflation, ces titres génèrent un surcroît de dépenses moindre que la dynamique des rentrées fiscales. Sur le très long terme, et d'un point de vue théorique, l'émission des obligations indexées doit avoir un effet cumulé légèrement positif correspondant à la collecte de la prime d'inflation, une fois compensées les économies réalisés en période d'inflation plus basse qu'anticipé les coûts induits lorsque l'inflation est plus forte qu'anticipé.

En France, l'émission des titres indexés sur l'inflation (française depuis 1998 et européenne depuis 2002) a permis d'élargir la base d'investisseurs et de réduire ainsi l'impact de la hausse du besoin de financement sur le coût de l'ensemble de la dette. Ensuite, durant la décennie 2010, l'inflation surprenant à la baisse s'est traduite par des provisions pour indexation généralement inférieures aux économies d'intérêts dues aux plus faibles coupons des titres indexés (cf. graphique ci-dessous). Cette source d'économie pour le budget de l'État, en comparaison aux titres nominaux, a permis des économies annuelles qui ont pu atteindre certaines années jusqu'à trois milliards d'euros et qui ont partiellement compensé le coût supplémentaire enregistré en 2022 et 2023, face à un choc d'inflation d'une ampleur exceptionnelle. Il est à noter toutefois que ce calcul ne tient pas compte du surcoût pour l'Etat émetteur d'un report des volumes d'émission actuellement réalisés sur des titres indexés vers les titres nominaux, pour lesquels les volumes émis sont déjà conséquents, et qui pourrait se traduire par une dégradation, vraisemblablement non linéaire, des conditions de financement afférentes.

Bilan budgétaire du programme d'émissions indexées depuis sa création



Au regard de ce comportement au travers des cycles, qui a été exacerbé par la succession de deux situations exceptionnelles d'inflation très basse puis d'inflation très haute, il s'agit d'apprécier quelle peut être, indépendamment de la demande de marché et du point de vue de l'État, la part optimale de titres indexés dans les émissions de dette.

La part optimale d'obligations indexées dans le portefeuille de la dette de l'État fait l'objet d'un arbitrage. D'une part, une part élevée d'obligations indexées dans le portefeuille de dette induit une forte volatilité de la charge de la dette dont des coûts importants en cas d'entrée en stagflation, c'est-à-dire de forte inflation et de croissance économique moins importante (tout en notant l'intérêt, pour les nouvelles émissions en période de stagflation, de disposer d'un programme établi de titres indexés pour éviter de figer dans la durée, via des taux fixes, des anticipations d'inflation élevées). D'autre part, une faible part d'obligations indexées prive l'État de la prime d'inflation et des investisseurs prêts à la payer, augmentant les émissions sur le compartiment des titres nominaux, ce qui dégrade les conditions d'emprunt sur ce segment et pèse sur la charge de la dette en raison de taux moyens plus élevés.

Depuis 2009, l'Etat émet environ 10 % de son programme annuel de financement d'OAT en obligations indexées. La proportion effectivement émise varie autour de cette cible en fonction de la demande des investisseurs. Cette cible est compatible avec les résultats des modèles de part optimale (20 % dans un contexte où le ratio de dette publique était d'environ 60% du PIB) établis en 2006 . Ces modèles reposent sur une estimation économique qui permet l'appréciation des conditions macroéconomiques et financières futures. Les modèles ont été réactualisés en 2023 afin de tenir compte des récentes évolutions du contexte économique. L'objectif de cette modélisation économique est de produire un grand nombre de scénarii économiques , avec des trajectoires différentes du déficit primaire pour tester des structures différentes du portefeuille de la dette de l'Etat (notamment en termes d'allocation, indexées contre nominales, et durée). L'approche coût-risque a été conservée afin de déterminer la part optimale d'indexés qui minimise ce couple. Autrement dit, une part d'indexés est considérée comme optimale lorsque s'en écarter ne permet pas de diminuer à la fois le coût et le risque, mesuré comme la volatilité du déficit .

Les simulations du portefeuille de la dette ont été réalisées sur un grand nombre de scénarii macro-économiques et financiers combinés à une multitude de stratégies d'endettement comprenant différentes parts d'encours de dette indexées. Les simulations, à date comme rétrospectives sur les 15 dernières années (de 2008 à 2023) suggèrent une part optimale de titres indexés comprise entre 10% et 20%, et de 17 % en moyenne. Ainsi, selon cette simulation, augmenter la part de titre indexés jusqu'à 17 % permet tout au long du cycle de diminuer à la fois le coût budgétaire moyen et le risque encouru.

Ces estimations corroborent, une fois prise en compte la hausse de ratio dette/PIB, les résultats de la précédente étude (2006) et restent sensibles aux hypothèses retenues concernant l'évolution des variables macroéconomiques et financières de ces prochaines décennies.

Enfin, les résultats des estimations selon les scénarios alternatifs ne s'écartent pas du scénario central en cas de chocs modérés

B. Impact du vieillissement sur la soutenabilité de la dette publique

Un pays présente des finances publiques soutenables lorsqu'il est en capacité de faire face à ses obligations financières à long terme à « politique constante », autrement dit si la trajectoire de dette reste contenue à long terme, sans avoir à prendre des mesures additionnelles d'économies en dépense ou de hausse de recettes.

Afin d'estimer si les finances publiques sont soutenables, on utilise communément un indicateur appelé écart de soutenabilité (« *sustainability gap* » ou « *tax gap* » en anglais). Il représente l'ajustement budgétaire immédiat et pérenne (exprimé en points de PIB) qui serait nécessaire pour éviter, toute chose égale par ailleurs, une dérive du ratio de dette publique à long terme.

Cet indicateur¹⁸ peut être décomposé comme la somme de deux termes :

- l'impact de la position budgétaire initiale, qui correspond essentiellement à l'écart du solde structurel primaire au solde stabilisant la dette à long terme ;
- l'effet du vieillissement de la population sur les évolutions à politique inchangée des dépenses de retraite, santé, dépendance, éducation et chômage à partir de 2028. Un travail mené au niveau européen entre les États membres et la Commission Européenne a permis une estimation harmonisée de cet effet. Les données utilisées ici sont celles du rapport sur le vieillissement de 2021 de l'Union européenne¹⁹.

Selon l'indicateur de soutenabilité calculé avec les projections de l'Ageing working group (AWG) de la Commission Européenne jusqu'en 2070, la stabilisation de la dette à long terme requerrait un solde structurel primaire plus élevé que celui de 2022. En effet, calculé dans le cadre potentiel révisé, et avec les hypothèses macroéconomiques retenues dans le scénario central, l'indicateur vaudrait +1,1 % du PIB dans ce scénario de solde structurel primaire inchangé sur la période 2022-2027, indiquant qu'un fort ajustement supplémentaire serait requis pour assurer la stabilisation du ratio de dette publique à long terme.

L'effort structurel présenté dans dans le projet de loi de programmation des finances publiques 2023-2027 permettrait d'améliorer significativement l'indicateur de soutenabilité S2. Cet effort projeté sur la période 2023-2027 réduirait en effet le besoin d'ajustement lié à la situation budgétaire initiale de près de 2,2 points de PIB. La réforme des retraites contribuerait à l'amélioration de l'indicateur S2 à hauteur de 0,4 point, via une amélioration du solde structurel primaire. L'indicateur S2 serait proche de -1,1 % du PIB en 2027 en retenant les hypothèses du projet de loi de programmation des finances publiques 2023-2027 et l'effet de la réforme des retraites sur les dépenses et les recettes liées au vieillissement, signifiant une situation soutenable à long terme. À compter de 2027, les conditions d'une réduction significative du ratio de dette publique à long terme seraient donc réunies.

¹⁸ L'indicateur de soutenabilité de long terme retenu est l'indicateur S2 qui est utilisé par la Commission Européenne dans leurs rapports *Fiscal Sustainability Report* et *Debt Sustainability Monitor*.

¹⁹ « Rapport 2021 sur le vieillissement – projections économiques et budgétaires des États-membres de l'Union Européenne (2019-2070) », juillet 2021.

Tableau 6 : Indicateur de soutenabilité des finances publiques (en points de PIB)

	Scénario inchangé entre 2022 et 2027	Scénario LPFP
Écart de soutenabilité	1,1	-1,1
dont impact de la position budgétaire initiale	2,6	0,4
dont impact du vieillissement (à partir de 2027)	-1,6	-1,5

Notes de lecture du tableau :

L'indicateur de soutenabilité à scénario inchangé est estimé sur la base d'un scénario contrefactuel dans lequel le solde structurel primaire est supposé constant à son niveau de 2022 sur la période de programmation, indépendamment de l'impact du vieillissement : il correspond à l'ajustement budgétaire pérenne qui devrait être réalisé en 2027 pour stabiliser le ratio d'endettement à très long terme (ici en 2070) compte tenu de l'impact du vieillissement à partir de 2027 ;

L'indicateur de soutenabilité du scénario de la loi de programmation des finances publiques est estimé sur la base du solde structurel primaire de 2027. Il correspond à l'ajustement budgétaire pérenne qui devrait être réalisé en 2027 pour stabiliser le ratio d'endettement à très long terme compte tenu de l'impact du vieillissement à partir de 2027.

Les chroniques de dépenses liées au vieillissement (retraites, santé, dépendance, éducation, chômage) sont celles du rapport sur le vieillissement de la Commission Européenne de 2021.

Bibliographie

- (1) Commission Européenne, *The 2021 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070)*, 2021.
- (2) Commission Européenne, *Fiscal Sustainability Report 2021*.
- (3) Commission Européenne, *Debt Sustainability Monitor 2020*.
- (4) Insee, « À la fin du deuxième trimestre 2022, la dette publique s'établit à 2 916,8 Md€ », *Information Rapide n° 248*, 23 septembre 2022.
- (5) Programme de Stabilité 2022-2027.
- (6) Eurostat, *Système Européen des Comptes – SEC 2010*, 2013.
- (7) Eurostat, *Manual on Government Deficit and Debt — Implementation of ESA 2010 – 2019 edition*, 2016.
- (8) Renne, Jean-Paul et Sagnes, Nicolas (2006). « Comparaison des stratégies d'endettement de l'État. Une méthodologie appliquée à la répartition entre obligations nominales et indexées ».
- (9) Penati, Alessandro, George Pennacchi, and Silverio Foresi, 1995, « Reducing the Cost of Government Debt: the Italian Experience and the Role of Indexed Bonds ».
- (10) Trésor-Éco, « La stratégie d'émission de la dette souveraine française » (Pol Copin, Jean Dalbard), n° 297, janvier 2022.
- (11) Banque Centrale Européenne, Owner-occupied housing and inflation measurement, ECB Economic Bulletin, Issue 1/2022.