

Paris, le 31 mai 2023

Synthèse du rapport d'information sur les obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation

présenté par **M. Kévin Mauvieux**,
rapporteur spécial des crédits de la mission *Engagements financiers de l'État*
en application de l'article 146, alinéa 3, du règlement de l'Assemblée nationale

414 % : c'est la hausse en 2022 du coût pour l'État – et donc pour le contribuable – de la **dette indexée sur l'inflation**. La charge d'indexation du capital des obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation française (OATi) et en zone euro (OAT€i) s'est établie à un niveau record de **15,5 milliards d'euros**. Elle a constitué l'essentiel de la hausse de la charge totale de la dette de l'État en 2022, qui atteint 50,7 milliards d'euros. Au total, la mission *Engagements financiers de l'État* constitue le deuxième poste de dépense du budget général.

De tels pourcentages d'évolution demeurent rares en exécution budgétaire et les montants en jeu sont considérables en comparaison avec la plupart des politiques publiques. Pourtant, si l'ensemble des données relatives à l'encours de dette indexée et aux montants émis est publié par l'Agence France Trésor, **il n'existe pas de réelle évaluation du bilan financier de long terme des OAT indexées**. Le rapporteur spécial a donc souhaité, dans la continuité des constats qu'il a formulés dans le cadre du PLF pour 2023, se saisir de cette question au cours du printemps de l'évaluation.

Au regard des caractéristiques des titres indexés, il s'avère que ceux-ci apportent **des gains théoriques et difficilement quantifiables au budget de l'État, en contrepartie de risques importants et avérés (I)**. Au regard de ces risques et de la situation constatée, le rapporteur spécial appelle à **revoir la stratégie d'endettement de la France en mettant fin, à terme, à l'indexation de titres de dette sur l'inflation (II)**.

1 | LES OAT INDEXÉES : DES GAINS THÉORIQUES, MAIS DES RISQUES AVÉRÉS

➤ L'État émet depuis 1998 de la dette indexée sur l'inflation.

– Il s'agit d'une **exception au principe général de non-indexation des prix et des contrats**, qui profite aux investisseurs en leur permettant de se prémunir contre le risque d'une inflation plus élevée que prévu.

– Le **capital des OAT indexées évolue chaque année en fonction de l'inflation** constatée. En contrepartie, leur taux de coupon (intérêts annuels) est réduit.

– L'**encours de dette indexée de l'État** a progressé depuis 1998 et s'établit aujourd'hui à **262 milliards d'euros**, soit 11,5 % de l'encours total de dette.

– La dette peut être indexée sur l'inflation française (OATi : 31 % du total) mais aussi, depuis 2001, sur l'inflation de la zone euro (OAT€i : 69 % du total).

➤ Les raisons invoquées pour l'émission d'OAT indexées tiennent à **des gains avant tout théoriques**.

– Les OAT indexées permettent théoriquement d'éviter à l'État de s'acquitter d'une prime de risque intégrée dans le taux de marché des OAT nominales. En contrepartie, **l'État supporte lui-même le risque lié à l'inflation**.

– La diversification des canaux de financement peut permettre de diminuer la demande de l'État sur le marché des OAT nominales et ainsi de bénéficier de meilleures conditions de financement, mais cet effet demeure **difficilement quantifiable**.

➤ Les **risques de la dette indexée** sont en revanche avérés.

– En cas d'inflation soutenue, les OAT indexées sont à l'origine d'un effet direct à la hausse sur la charge de la dette *via* la provision pour indexation de leur capital. Une **variation durable de 1 point du taux d'inflation** entraîne, compte tenu de l'encours actuel, une **variation de l'ordre de 2,5 milliards d'euros de la charge d'indexation** annuelle.

– Le **risque budgétaire représenté par les OAT€i est plus important que celui associé aux OATi en cas de choc asymétrique d'inflation**, moindre en France qu'en zone euro, car la hausse de la charge de la dette n'est alors pas compensée par une hausse des recettes fiscales. Or, les OAT€i sont majoritaires (69 %).

– Les OAT indexées présentent par ailleurs des risques similaires à ceux des OAT nominales (**effet « taux » et effet « volume »**).

2 | TIRER LES LEÇONS DE 2022 : METTRE FIN À L'INDEXATION DE LA DETTE

➤ **Le choc d'inflation de 2022 a conduit à un bond exceptionnel et imprévu de la charge de la dette indexée.**

– Sous l'effet d'une inflation soutenue, la provision pour charge d'indexation du capital des OAT indexées s'est établie à 15,5 milliards d'euros en 2022. C'est **12,5 milliards d'euros de plus qu'en 2021**, soit + 414 %, et **10,7 milliards d'euros de plus qu'anticipé** en loi de finances initiale.

– **Le coût des OAT indexées devrait s'établir à un niveau encore élevé en 2023** sous l'effet d'une inflation toujours soutenue et des règles de traitement comptable de la provision pour charge d'indexation.

– Au total, en 2023, le programme d'indexation devrait, sur toute sa durée d'existence, avoir représenté **un coût budgétaire net pour l'État**.

➤ **Un risque désormais accru par la volatilité de l'inflation.**

– Le choc d'inflation a culminé à l'automne 2022 (10,8 % en zone euro en octobre 2022), mais il n'est pas pour autant résorbé. **La hausse des prix mesurée par les indices de référence des OAT indexées continue à un rythme soutenu** (7 % en avril pour la zone euro et 5,8 % pour la France).

– **La volatilité des prix devrait encore s'accroître dans les années à venir**, du fait notamment de la transition écologique, ce qui tend à renforcer le risque budgétaire représenté par la dette indexée.

➤ **Face à ces constats, le Gouvernement ne peut pas maintenir inchangée sa stratégie d'endettement et devrait engager la mise en extinction de la dette indexée.**

– **Le Gouvernement britannique a engagé en 2018 une réduction de la part des émissions de dette indexée**, qui est passée d'un quart environ du total en 2017 à un dixième en 2022. L'encours de dette indexée a donc commencé à diminuer au Royaume-Uni.

– En France, **la stratégie de financement de l'État pourrait, à court terme, être adaptée** pour mieux correspondre aux besoins de l'État et aux risques avérés. La cible d'émissions de dette indexée pourrait, comme au Royaume-Uni, être abaissée.

– Parallèlement à ces nouvelles orientations stratégiques, un **objectif législatif d'extinction, à terme, du programme d'indexation** devrait être fixé au regard des risques et du coût des OATi et des OAT€i.

Les recommandations du rapporteur spécial :

- Procéder à une évaluation, communiquée au Parlement, des impacts financiers sur le budget de l'État, à court, moyen et long termes, de l'encours de dette indexée sur l'inflation ainsi que du flux d'émissions.
- À court terme et en fonction des résultats de l'évaluation de l'impact financier de la dette indexée, réviser les programmes de financement indicatifs annuels afin, le cas échéant, de fixer une cible et des modalités d'émission de dette indexée correspondant mieux aux besoins de l'État et aux risques financiers avérés.
- Renforcer l'information du Parlement en prévoyant, au sein du rapport sur la dette des administrations publiques présenté par le Gouvernement en application du II de l'article 48 de la loi organique du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances, une actualisation annuelle de l'impact financier de la dette indexée.
- Au regard des risques que fait peser l'encours de dette indexée sur le budget de l'État et à l'issue de l'évaluation de ses impacts financiers, fixer un objectif législatif d'extinction, à terme, du programme d'indexation. Inscrite dans le cadre d'un désendettement plus général, cette extinction aurait un caractère progressif, afin d'assurer la liquidité des OATi et OAT€i existantes.