Unédic

Rapport de notation

Principaux facteurs de notation

Les notations et perspectives AA-/Négative de l'"*Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce*" ('Unédic', ou 'l'organisation') sont alignées sur celles de son sponsor public, la République française (ou "l'Etat français", AA-/Négative).

La notation de l'Unédic reflète :

i) **Une forte intégration avec son sponsor public.** Les partenaires sociaux gèrent de manière indépendante, via l'Unédic, le régime d'assurance chômage du secteur privé. Cependant, le gouvernement conserve un rôle hautement stratégique à travers la définition du cadre des négociations tenues par les partenaires sociaux, l'accord tripartite avec France Travail et le mécanisme de garantie souveraine. L'Unédic fait partie des organismes de protection sociale et sa dette est consolidée dans celle des administrations publiques françaises.

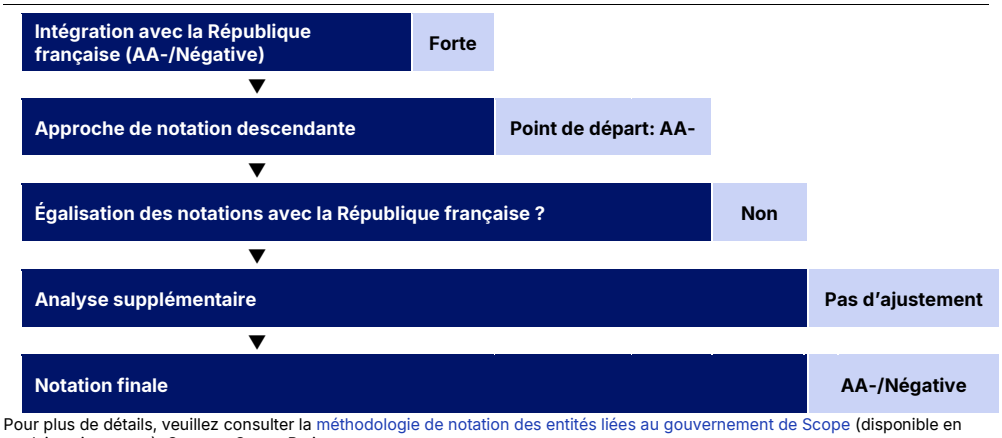
ii) **Un rôle crucial en tant qu'entité liée au gouvernement** (« Government Related Entities, GRE »). L'Unédic a pour mission de gérer le régime d'assurance chômage du secteur privé. Le financement du régime est régi par la loi et les missions de l'Unédic incluent le financement des revenus de remplacement et la mise en œuvre de la réglementation relative aux règles d'indemnisation. L'État porte la responsabilité ultime des engagements financiers de l'Unédic compte tenu de son importance stratégique.

iii) **Des interdépendances financières importantes avec son sponsor public.** L'Unédic a accès à des financements publics hautement protégés au sein du modèle social français. Elle bénéficie également de la garantie de l'État sur ses émissions obligataires.

La notation reflète également les solides fondamentaux intrinsèques de l'Unédic. Ceux-ci sont soutenus par un modèle de financement robuste, avec des flux de revenus dédiés et prévisibles, des pratiques prudentes de gestion de la dette, des coûts de financement faibles et des mécanismes robustes de soutien à la liquidité en cas de besoin.

À l'inverse, nous reconnaissons les défis auxquels l'Unédic est confrontée. Ceux-ci portent principalement sur une forte sensibilité à la conjoncture macro-économique, ainsi qu'à la pression exercée sur ses recettes pour soutenir les politiques de l'emploi, ce qui pourrait maintenir l'encours de la dette durablement supérieur aux niveaux d'avant la pandémie de Covid-19.

Graphique 1: Facteurs de notation



Pour plus de détails, veuillez consulter la méthodologie de notation des entités liées au gouvernement de Scope (disponible en anglais uniquement). Source : Scope Ratings

Devises

Note à long terme/Perspective

AA-/Négative

Dettes de premier rang non-garanties/Perspective

AA-/Négative

Note à court terme/Perspective

S-1+/Stable

Monnaie locale

Note à long terme/Perspective

AA-/Négative

Dettes de premier rang non-garanties/Perspective

AA-/Négative

Note à court terme/Perspective

S-1+/Stable

Analyste principal

Thomas Gillet
+49 30 278911-25
t.gillet@scoperatings.com

Responsable d'équipe

Alvise Lennkh-Yunus
+49 69 6677389-85
a.lennkh@scoperatings.com

Ce rapport de notation est une version traduite pour le lectorat français, à des fins de convenance. Celui-ci n'a pas vocation à se substituer à la version anglaise.

Qualité de crédit de l'émetteur - Forces et faiblesses

Forces	Défis
• Importance stratégique pour le souverain français • Garantie souveraine sur le programme de financement à long terme • Base de financement importante, résiliente et prévisible • Profils de risques commercial et financier favorables	• Exposition élevée aux conditions économiques et financières de l'économie française • Pressions sur les ressources allouées à l'Unedic pour soutenir les politiques d'emploi du gouvernement

Perspective et facteurs de changement de la notation

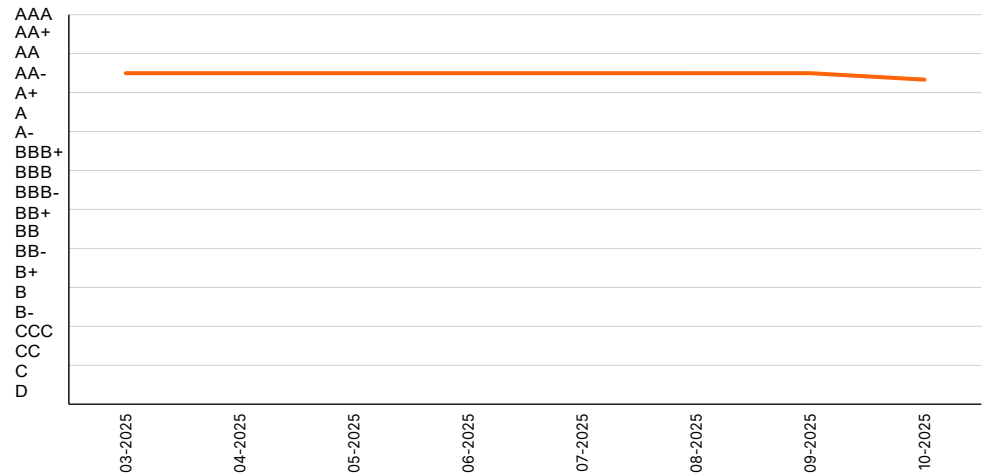
La perspective négative sur la notation émetteur à long terme de l'Unédic reflète les risques à la baisse associés à la qualité de crédit de la République française, reflétés par la perspective négative attribuée à la notation AA- de l'État français.

Facteurs pouvant conduire à un relèvement de la notation	Facteurs pouvant conduire à un abaissement de la notation
• Les notations et/ou perspectives de la République française sont rehaussées	• Les notations de la République française sont abaissées • Une modification du cadre institutionnel, entraînant un affaiblissement notable du degré d'intégration avec l'État français • Détérioration significative et durable du profil de risque opérationnel et/ou financier • Part significativement plus élevée de la dette non garantie dans la dette totale

Table des matières

1. Intégration au sein de l'Etat français et approche de notation
2. Evaluation des fondamentaux intrinsèques, analyse complémentaire
3. Profil de risque financier
4. Evaluation des critères environnementaux, sociaux et gouvernance (ESG)
Annexe 1. Grilles de notation (Qualitative Scorecards - QS1 & QS2)
Annexe 2. Tableau statistique

Graphique 2: Historique de notation



Notation émetteur à long terme en devises étrangères. Les perspectives positives/négatives sont traitées avec un ajustement de +/-0,33 point. Les « Credit Watch » positive/négative avec un ajustement de +/-0,67 point. Source : Scope Ratings

1. Intégration au sein de l'Etat français et approche de notation

Organisme à but non lucratif gérant le régime d'assurance chômage du secteur privé

Créée en 1958, l'Unédic est une organisation à but non lucratif mandatée par l'État français pour gérer le régime d'assurance chômage du secteur privé pour le compte des partenaires sociaux. L'organisation joue un rôle essentiel dans le système de protection sociale français en mettant en œuvre le régime d'assurance obligatoire par l'intermédiaire de deux opérateurs principaux, respectivement chargés de collecter les cotisations obligatoires[1] (Urssaf Caisse Nationale) et d'enregistrer, de verser les revenus de remplacement et d'accompagner les demandeurs d'emploi (France Travail, France Compétences). L'Unédic est une entité liée à un gouvernement (GRE) opérant pour le compte de l'Etat français (AA-/Négative). Sur cette base, nous évaluons la qualité de crédit de l'Unédic via notre méthodologie de notation GRE.

1.1 Facteur d'égalisation

Pas de facteur d'égalisation avec la République française

Le sponsor public de l'Unédic, la République française, fournit une garantie explicite[2] sur ses émissions obligataires à long terme figurant dans la loi de finances annuelle. Cependant, nous n'appliquons pas le facteur d'égalisation car moins de 75 % de l'encours de dette de l'Unédic est garanti à fin 2024.

1.2 Approche descendante

Forte intégration avec la République française

Pour évaluer la qualité de crédit de l'Unédic, nous utilisons une approche descendante, dite « top-down », utilisant pour point de départ la notation de la République française. La prise en compte des liens significatifs entre l'Unédic et le souverain sont étayés par le biais des critères clés suivants (Annexe 1, *Grille d'évaluation 1*):

- **Forme juridique :** L'Unédic est un organisme de droit privé, à but non lucratif, régi par les dispositions de la loi du 1er juillet 1901 relative au contrat d'association et par les dispositions du code du travail. Elle est soumise à la procédure de redressement et de liquidation judiciaires. Les relations entre l'État français, l'Unédic et France Travail sont régies par une convention tripartite. L'Unédic fait partie des organismes de protection sociale et sa dette financière est consolidée dans celle de l'administration publique, au sein des fonds de sécurité sociale.
- **Destination et activités :** L'Unédic a pour mission de gérer le régime d'assurance chômage des salariés du secteur privé pour le compte des partenaires sociaux. Elle joue un rôle essentiel en : i) garantissant le versement des revenus de remplacement aux

[1] Le régime d'assurance chômage est régi par les articles L. 5422 du Code du travail.
[2] Garantie à première demande, inconditionnelle et irrévocable de l'État français.

demandeurs d'emploi sur la base des cotisations obligatoires de la population active et de la contribution sociale généralisée (CSG) collectées par les opérateurs associés (Urssaf Caisse Nationale, Caisse Générale de Sécurité Sociale) ; ii) fournissant une analyse juridique aux partenaires sociaux dans le cadre des négociations sur les conventions d'assurance chômage, en transposant les règles dans la loi et en supervisant leur mise en œuvre ; et iii) contribuant aux prises de décision stratégiques et au débat public par le biais d'études indépendantes. Conformément à la loi, l'Unédic contribue également au financement de France Travail en lui versant 11 % de ses recettes[3] afin d'assurer le fonctionnement de l'opérateur public chargé de l'enregistrement, du versement des revenus de remplacement et de l'accompagnement des demandeurs d'emploi. L'Unédic finance les points de retraite complémentaire des demandeurs d'emploi et un tiers de l'indemnisation versée aux employeurs dans le cadre du financement de l'activité partielle.

- **Interdépendances financières :** Les recettes de l'Unédic sont approuvées par le gouvernement et votées par le Parlement dans le cadre des lois annuelles de finances et de financement de la sécurité sociale. Ces recettes proviennent principalement des cotisations obligatoires versées par les employeurs du secteur privé et certains employeurs du secteur public, ainsi que de la CSG sur les revenus d'activité. L'Unédic délègue le recouvrement des cotisations sociales obligatoires versées par les salariés à l'Urssaf Caisse Nationale et à d'autres entités, et le versement des prestations et allocations aux demandeurs d'emploi à France Travail. L'Unédic reçoit une subvention annuelle de l'État et des contributions perçues par l'administration fiscale sur les revenus du capital.
- L'Unédic bénéficie d'une garantie explicite de la République française sur son programme d'émission d'obligations à long terme. L'organisme sollicite cette garantie chaque année, le montant étant déterminé par l'ampleur de son programme de financement. La requête est examinée par le gouvernement et approuvée par le Parlement dans le cadre du budget. Si les besoins de financement se révèlent plus importants au cours de l'année, l'Unédic peut solliciter des provisions supplémentaires dans la loi de finances rectificative. Inversement, le gouvernement peut réduire le montant de la garantie si les besoins de financement sont inférieurs aux prévisions.

Notation de l'Unédic alignée sur celle de la République française

Sur cette base, nous retenons une approche descendante qui s'articule autour de deux piliers analytiques : i) le 'contrôle et soutien régulier du sponsor', évalué comme « fort » ; et ii) la 'probabilité d'un soutien exceptionnel apporté à l'entité notée', évaluée comme « forte ». Notre évaluation aboutit à un alignement de la notation de l'Unédic avec la notation AA- de l'Etat français (cf. Annexe 1, *Grille d'évaluation 2*).

1.3 Contrôle et soutien régulier

Contrôle important et soutien régulier de la République française

Nous évaluons le niveau de contrôle du gouvernement dans le processus de prise de décisions stratégiques et opérationnelles de l'Unédic comme étant « fort ». Bien que les partenaires sociaux gèrent l'Unédic de manière indépendante, l'État français conserve une influence significative via la définition du cadre de négociation et l'approbation des conventions d'assurance chômage. Le rôle de l'État dans les négociations a été renforcé par la réforme de 2018 du régime d'assurance chômage. Pour chaque cycle de négociation entre les partenaires sociaux, qui a lieu tous les deux ou trois ans, le Premier ministre définit ex ante les objectifs financiers et/ou de réforme que les négociations doivent satisfaire.[4] Le Premier ministre approuve ensuite l'accord conclu par les partenaires sociaux pour que celui-ci entre en vigueur.[5]

En cas de défaut d'accord entre les partenaires sociaux, le gouvernement peut prendre le contrôle de l'assurance chômage par voie de décret, assurant la continuité du prélèvement des cotisations

[3] Recettes de l'année N-2, telles que convenues dans le cadre de l'accord tripartite 2024-2027 entre l'État, l'Unédic et France Travail.
[4] Cela porte notamment sur le délai de négociation, les hypothèses macroéconomiques, le rendement prévisionnel de la CSG, et les objectifs de désendettement.
[5] Le 19 décembre 2024, le Premier ministre a approuvé la convention des partenaires sociaux du 15 novembre 2024.

et le versement des revenus de remplacement. En cas d'écart significatif entre les prévisions retenues lors des négociations et la situation financière de l'Unédic, le gouvernement peut également réviser le cadre des négociations lors de leur mise en œuvre. Par ailleurs, les politiques socio-économiques du gouvernement peuvent avoir un impact significatif sur la situation financière de l'Unédic. Cela a notamment été le cas lors de la réforme de France Travail dans le cadre de la loi de décembre 2023 sur le plein-emploi, et de l'inscription automatique des bénéficiaires du RSA[6] à France Travail, effective depuis janvier 2025.

Le gouvernement français est représenté au conseil d'administration de l'Unédic par un contrôleur général économique et financier (à titre consultatif). L'Unédic est supervisée par la Cour des comptes, l'Inspection générale des finances, l'Inspection générale des affaires sociales et le Parlement. Les opérateurs publics auxquels l'Unédic délègue ses missions sont placés sous la tutelle du ministère de l'Économie et des Finances, du ministère des Solidarités et de la Santé (Urssaf Caisse Nationale), ainsi que du ministère du Travail (France Travail). Dans l'ensemble, ces dispositions illustrent la forte capacité de contrôle de la République française sur le processus de prise de décisions stratégiques et opérationnelles de l'Unédic.

Géré et administré par les partenaires sociaux

Nous évaluons le niveau de contrôle du gouvernement sur le personnel clé et les organes de direction et de surveillance de l'Unédic comme étant « limité ». L'Unédic est exclusivement administrée et gérée par les partenaires sociaux. Le conseil d'administration et le comité exécutif sont composés à parts égales de représentants des organisations syndicales et patronales (organes paritaires). Le président de l'Unédic est nommé pour une durée de deux ans par les représentants des salariés et des employeurs.

Des engagements financiers de long terme garantis par la République française

Nous évaluons la preuve d'un soutien financier du souverain pour les activités de l'Unédic comme étant « forte ». La République française fournit une garantie explicite[7] sur les émissions d'obligations à long terme sur la base d'un cadre défini et contrôlé par le Parlement et le ministère des Finances. Bien que les plafonds annuels des programmes de financement soient définis par le conseil d'administration, le montant de la garantie sur les émissions d'obligations à long terme est inclus dans le budget et prend effet après la publication d'un décret par le ministère des Finances. Par ailleurs, l'Unédic bénéficie d'un soutien financier direct par l'intermédiaire des organismes chargés de collecter les contributions obligatoires.

1.4 Probabilité d'un soutien exceptionnel

Une GRE de premier plan, au cœur du modèle social français

Nous évaluons l'importance stratégique de l'Unédic pour l'État comme étant « forte ». L'Unédic occupe une position hautement stratégique au sein du système de protection sociale français en tant que gestionnaire unique du régime d'assurance chômage du secteur privé. Elle limite l'impact des cycles économiques sur le marché du travail, agissant comme un stabilisateur automatique, tout en soutenant les principaux objectifs de politique socio-économique du gouvernement français, principalement en matière de politique de l'emploi.

Son rôle contracyclique de premier plan a été réaffirmé lors de la pandémie de Covid-19 en raison de son rôle clé dans la mise en œuvre du dispositif gouvernemental d'activité partielle, en charge du financement d'un tiers des coûts associés. En 2020, l'Unédic a soutenu 11 millions de salariés et 3 millions d'entreprises, versant 35 Md€ d'allocations et injectant 18 Md€ dans l'économie. A fin 2024, 6,3 millions de demandeurs d'emploi étaient inscrits à France Travail, dont 2,7 millions étaient prises en charge par l'Assurance chômage.

Expérience et expertise uniques dans la mise en œuvre de politiques du gouvernement

Nous évaluons la difficulté de substitution de l'Unédic pour l'État comme étant « forte ». L'Unédic opère dans un environnement hautement réglementé qui reflète la nature obligatoire du régime d'assurance chômage. L'organisation a une longue expérience et une compréhension unique du marché du travail compte tenu de sa gestion par les partenaires sociaux.

[6] Le Revenu de Solidarité Active est une prestation sociale garantissant un revenu minimum.
[7] L'article 213-15 du Code monétaire et financier interdisant l'émission de titres de créance par une association de droit privé, la loi de finances du 30 décembre 2014 a introduit une exception pour les émissions obligataires de l'Unédic bénéficiant de la garantie de l'État.

En outre, l'organisation travaille en collaboration avec un réseau d'entités locales (*instances paritaires régionales*), qui assurent la mise en œuvre des réglementations et participent à l'analyse des marchés du travail locaux, ainsi qu'avec les 896 agences de France Travail réparties dans tout le pays. L'Unédic travaille également en étroite collaboration avec d'autres entités du secteur public, parmi lesquelles les organismes de sécurité sociale, les services ministériels, ainsi que les organismes de recherche et de statistique. Dans l'ensemble, le mandat hautement stratégique de l'Unédic, sa gestion paritaire, son expertise unique et sa position dans le modèle social français limite toute substitution potentielle.

Une défaillance hypothétique aurait des implications significatives

Nous évaluons les implications d'un défaut hypothétique de l'Unédic pour l'État comme étant « fortes ». Le régime d'assurance chômage constitue l'un des principaux stabilisateurs automatiques du modèle social français. Un défaut hypothétique aurait des conséquences importantes pour la République française compte tenu de la garantie explicite octroyée sur les émissions d'obligations à long terme de l'Unédic.

Un tel événement nuirait gravement à la capacité du gouvernement français et des organismes du secteur public à accéder aux marchés des capitaux et aurait de graves conséquences sociales et politiques. À ce titre, un soutien opportun et adéquat est attendu de la part du sponsor public de l'Unédic, dans un scénario improbable de difficultés financières.

2. Evaluation des fondamentaux intrinsèques, analyse complémentaire

Profil financier solide, forte exposition à l'économie domestique

Nous procédons à une analyse complémentaire des fondamentaux de l'Unédic, portant sur son profil opérationnel et financier. Cette analyse n'a pas d'impact sur l'analyse de la qualité de crédit, ce qui conduit à une notation finale de AA-, alignée sur celle de la République française.

Le profil de risque opérationnel se caractérise par une base de financement importante et résiliente, qui est réglementée et protégée par la loi. Les orientations pluriannuelles incluses par le gouvernement français dans l'accord-cadre négocié par les partenaires sociaux favorisent la prévisibilité des revenus. Le profil de risque financier de l'Unédic bénéficie de coûts de financement modérés grâce à son excellent accès aux marchés de capitaux, soutenu par la garantie souveraine, ainsi que par des pratiques de gestion financière prudentes.

Cependant, le profil de risque financier est très sensible à la conjoncture économique et financière domestique, ainsi que, dans une moindre mesure, aux évolutions réglementaires. Les perspectives économiques et fiscales incertaines de la France, ainsi que la décision du gouvernement de consacrer une part importante des recettes aux politiques de l'emploi, tout en modifiant les prélèvements sociaux sur les revenus d'activité, constituent des facteurs de risque sur l'objectif de désendettement de l'Unédic.

2.1 Profil de risque opérationnel

Des revenus protégés finançant le modèle social français

La base de ressources de l'Unédic est fortement protégée par la loi,[8] toute modification nécessitant l'introduction d'une loi de finances par le gouvernement et son adoption par le Parlement. Toute modification de la base de ressources a jusqu'à présent été intégralement compensée. En 2018, la suppression des cotisations d'assurance chômage a été compensée par l'attribution de 1,47 % de la CSG prélevée sur les revenus d'activité, ce qui a permis de maintenir les ressources sur une trajectoire croissante.

Des revenus exposés à la conjoncture économique et à des changements réglementaires

Par ailleurs, la stabilité des flux de revenus est ancrée dans le cadre de négociation défini par le Premier ministre et l'accord tripartite signé par le gouvernement, l'Unédic et France Travail. En avril 2024, le gouvernement, l'Unédic et France Travail ont convenu que la subvention de l'État serait maintenue à 1,35 Md€ jusqu'en 2027. L'accord prévoit également que la contribution de l'Unédic au financement de France Travail et France Compétences restera stable à partir de 2025, représentant 11 % de ses recettes. Dans l'ensemble, cela favorise la prévisibilité des recettes, qui ont crû de moins de 39,2 Md€ en 2019 à 45,2 Md€ en 2024.

[8] La part de la CSG affectée à l'Unédic n'est inscrite ni dans le code du travail, ni dans le code de la sécurité sociale, ni dans la loi de programmation financière.

Cependant, l'État ne compensera désormais plus intégralement l'Unédic des évolutions de l'assiette de la CSG, entraînant une plus grande divergence entre masse salariale et recettes. L'Unédic estime que la CSG de 1,47 % prélevée sur les revenus d'activité d'ici 2026[9], conformément au cadre de négociation d'août 2023 défini par le Premier ministre et à la convention d'assurance chômage de novembre 2024, ne suffira pas à compenser entièrement la suppression des cotisations d'assurance chômage depuis 2019. Cela fait principalement suite à la modification des charges sociales et cotisations payées par les travailleurs indépendants à compter de janvier 2025, réduisant la part de la CSG allouée à l'Unédic de 800 M€ en 2026 et de 400 M€ en 2027.

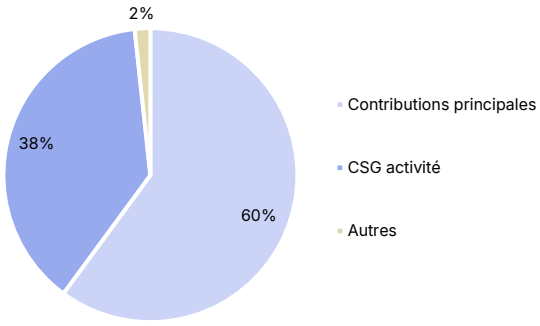
De plus, le gouvernement a décidé de réduire la compensation des cotisations d'assurance chômage sur la période 2023-2026 en allouant 12,05 Md€ de recettes de l'Unédic à France Travail et France Compétences. Ces prélèvements de l'État, qui soutiennent la politique de l'emploi, devraient passer de 2,0 Md€ en 2023 à 2,6 Md€ en 2024, 3,4 Md€ en 2025 et 4,1 Md€ en 2026. Enfin, la convention d'assurance de 2024 a également prévu une baisse des cotisations patronales de 0,05 point à compter de mai 2025, réduisant les recettes de l'Unédic d'environ 400 M€ par an à l'horizon 2027-28.

Compte tenu de ces changements réglementaires, l'Unédic prévoit une baisse de ses recettes, qui passeraient de 45,2 Md€ en 2024 à 44,1 Md€ en 2026. Les recettes devraient ensuite augmenter pour atteindre 49,5 Md€ en 2027, en l'absence de prélèvement de l'État. L'extension de ce dernier réduirait les recettes totales d'environ 3 Md€.

Les recettes de l'Unédic (**Graphique 3**) sont principalement constituées des contributions principales (24,3 Md€ en 2024, soit 60 % du total) et d'une partie de la CSG prélevée sur les revenus d'activité (17,3 Md€, 38 %). Selon le budget 2025, la CSG affectée à l'Unédic est estimée à 17,5 Md€, contre 17,3 Md€ en 2024. Les autres ressources comprennent les contributions prélevées par l'administration fiscale sur les revenus du capital.

Graphique 3: Produits

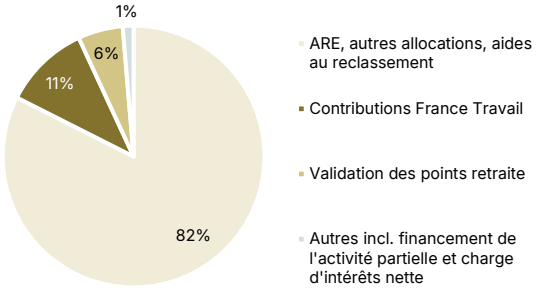
2024, % of total



NB : hors prélèvement de l'Etat de 2.6 Md € en 2024.
Source : Unédic, Scope Ratings

Graphique 4: Charges

2024, % of total



Source : Unédic, Scope Ratings

Les dépenses de l'Unédic (**Graphique 4**) sont principalement constituées des allocations de retour à l'emploi, des autres prestations et aides (37,1 Md€, 82 % du total), puis des contributions versées à France Travail (4.8 Md€, 11 %), et de la validation des points de retraite (2,5 Md€, 6 %). Les dépenses liées à l'activité partielle sont marginales (environ 100 M€) et les autres dépenses sont modestes (600 M€). L'Unédic prévoit une stabilisation des dépenses autour de 44 Md€ à 45 Md€ d'ici 2027.

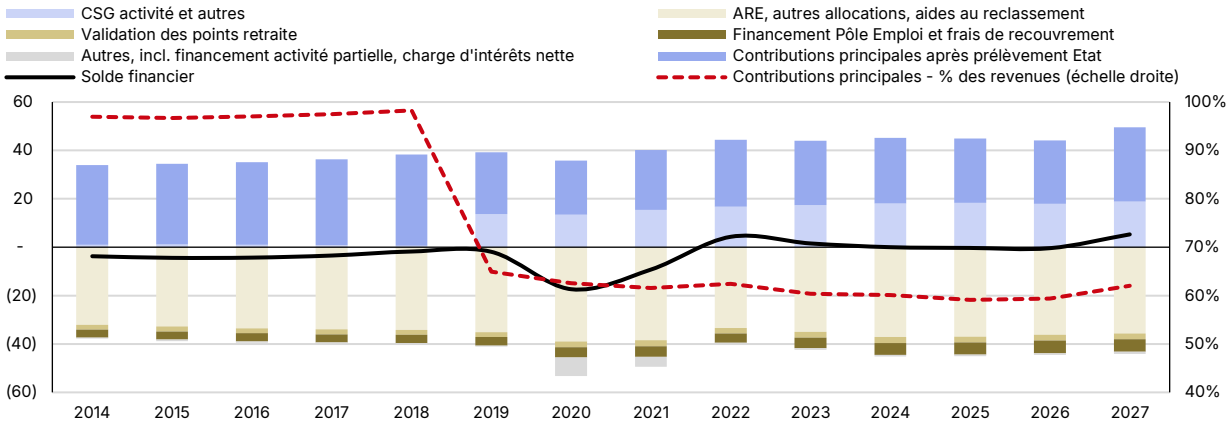
Dépenses fortement exposées aux retournements de la conjoncture

Les perspectives économiques incertaines devraient maintenir une pression à la hausse sur les allocations de retour à l'emploi et autres prestations. Le nombre de demandeurs d'emploi a

[9] Inchangé depuis 2019. Loi de financement de la sécurité sociale pour 2025.

augmenté de +1,4 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2025 et le taux de chômage devrait augmenter à près de 8% d'ici 2026-2027.

Graphique 5 : Résultat net, produits et charges
Md€ (échelle gauche), % (échelle droite)



NB 1 : Les prélèvements de l'État correspondent aux versements effectués par l'Unédic pour financer les activités de France Travail et France Compétences. Aucun prélèvement de l'État n'est prévu en 2027. NB 2 : Prévisions de l'Unédic entre 2025 et 2027. Source : Unédic, Scope Ratings

Un léger excédent affecté par une pression croissante sur les revenus

Bien que l'Unédic vise à équilibrer son budget à travers le cycle, elle a enregistré des déficits entre 2014 et 2019, de 3,3 Md€ en moyenne (**Graphique 5**). Au cours de cette période, les conditions économiques et financières étaient relativement favorables, avec un taux de chômage en baisse de 10 % en 2014 à 8 % en 2019, une croissance du PIB de 1,5 % en moyenne et des taux d'intérêt faibles.

En 2020, le déficit s'est creusé pour atteindre 17,4 Md€ en raison de l'impact de la pandémie de Covid-19. Cependant, sa situation financière s'est nettement améliorée les années suivantes, avec un excédent de 4,3 Md€ en 2022 et de 1,5 Md€ en 2023. Cette reprise a été tirée par le rebond économique post-pandémie et la très forte croissance de l'emploi sur la période, qui ont soutenu le dynamisme des cotisations sociales.

Après une forte baisse en 2024 (solde estimé nul), l'Unédic prévoit un résultat net stable à hauteur de -0,3 Md€ en 2025 et de -0,4 Md€ en 2026. Ces prévisions tiennent compte d'une conjoncture économique et d'un marché du travail plus dégradées, entrainant une augmentation des revenus de remplacement à verser. L'effet différé de la hausse des taux sur la charge d'intérêt et de l'inflation sur la revalorisation des prestations pèse également sur ces projections.

Les changements réglementaires contribuent également à des projections moins favorables, bien que l'impact négatif soit atténué par la montée en charge des réformes de l'assurance chômage de 2021-23, qui ont introduit des conditions d'éligibilité plus strictes, et par la mise en œuvre graduelle de la convention d'assurance chômage de 2024. L'Unédic estime que les évolutions réglementaires prévues par la convention du 15 novembre 2024 pourraient générer des économies augmentant progressivement pour atteindre 1 Md€ en 2028, puis 1,5 Md€ par la suite.

L'Unédic prévoit un excédent de 5,3 Md€ en 2027, en supposant qu'aucun prélèvement sur les recettes ne sera effectuée par l'État en 2027, ce qui est très incertain compte tenu des perspectives budgétaires de la France. Dans l'ensemble, cela met en évidence la très forte sensibilité de l'équilibre financier de l'Unédic aux conditions économiques et financières domestiques, conformément à son mandat, et aux changements réglementaires du gouvernement en faveur des politiques de l'emploi.

3. Profil de risque financier

La dette financière a atteint des sommets historiques pendant la pandémie de Covid-19

La dette financière nette de l'Unédic (59.6 Md€ à fin 2024) est constituée d'émissions obligataires (47,1 Md€, soit 79 % du total) et d'autres emprunts et dettes financières (16,4 Md€), moins la trésorerie et les équivalents de trésorerie (3.9 Md€). Après la pandémie de Covid-19, les excédents financiers ont permis à l'Unédic de réduire ses besoins de financement et de rembourser une

partie de sa dette (4,1 Md€ en 2022, 3,8 Md€ en 2023), après les plus hauts historiques atteints en 2020 (54,6 Md€, contre 36,8 Md€ en 2019). L'Unédic projette une baisse progressive de sa dette financière nette, qui passerait d'un pic de 63,6 Md€ en 2021 à 60 Md€ en 2025 et en 2026, et 54,9 Md€ en 2027, sous réserve qu'aucun prélèvement de l'État ne soit effectué en 2027.

Le cadre de négociation défini en août 2023 par le Premier ministre prévoyait d'affecter l'essentiel des excédents financiers prévus entre 2024 et 2026 au désendettement, avec pour objectif de réduire de moitié le niveau de la dette nette entre fin 2022 et 2026.[10]

Un désendettement entravé par les changements réglementaires

Cependant, cet objectif est fragilisé par la décision du gouvernement de ne plus intégralement compenser l'Unédic pour la suppression des cotisations d'assurance chômage, principalement à travers le transfert de 12,05 Md€ sur la période 2023-2026 à France Travail et France Compétences, et par la révision de l'assiette fiscale des travailleurs indépendants. La trajectoire de réduction de la dette est plus incertaine et dépendra principalement de la baisse des dépenses, laquelle est conditionnée par une période prolongée de conditions économiques et financières favorables, ainsi que par la montée en charge des réformes antérieures (retraites, apprentissage).

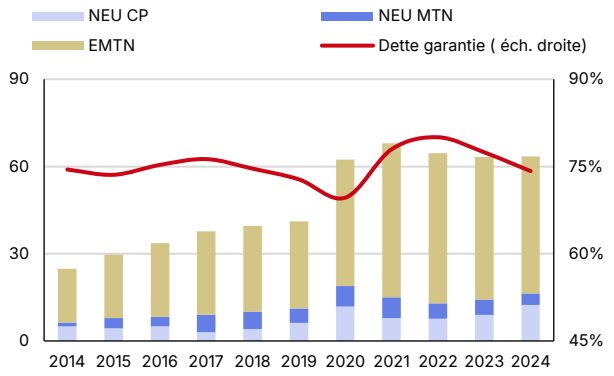
Une charge d'intérêts maîtrisée par une gestion financière prudente

Le désendettement est également mis à mal par des taux d'intérêts plus élevés, avec un coût supplémentaire (lié aux changements réglementaires sur les recettes) estimé à environ 1 Md€ entre 2023 et 2027. Les paiements d'intérêts nets devraient augmenter à un rythme soutenu, passant de 214 M€ en 2021 à 800 M€ en 2027, contre 408 M€ en moyenne sur la période 2014-2019. Bien que l'Unédic ait maintenu sa charge d'intérêts nette à moins de 1 % de ses revenus entre 2019 et 2022, les paiements devraient atteindre en moyenne 1,4 % sur la période 2024-2027. Néanmoins, les pressions à la hausse devraient être contenues par l'accès privilégié aux marchés de capitaux de l'Unédic ainsi que par sa gestion financière prudente.

L'Unédic emprunte exclusivement à taux fixe et en euros. Après la pandémie de Covid-19, elle a poursuivi l'allongement de la maturité moyenne de sa dette à moyen et long terme (de moins de 2 ans en 2011 à près de 6 ans en 2023) afin de maintenir les remboursements obligataires à un niveau inférieur à 10 % de ses revenus. L'organisation est susceptible d'allonger encore la maturité moyenne de sa dette compte tenu de son endettement financier élevé et de programmes de financement plus importants (**Graphique 6**).

Graphique 6 : Dette financière brute

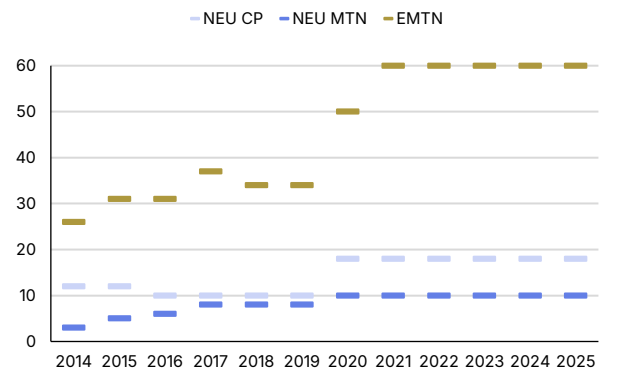
Md€ (échelle gauche), % du total (échelle droite)



NB : NEU CP désigne les emprunts auprès des établissements de crédit.
Source : Unédic, Scope Ratings

Graphique 7: Autorisations d'emprunt

Md€



Source : Unédic, Scope Ratings

75 % de la dette financière explicitement garantie par l'État

L'Unédic bénéficie d'une garantie explicite de la République française sur ses titres de dette émis dans le cadre de son programme EMTN (47,9 Md€). En septembre 2025, environ 76 % de la dette financière était explicitement garantie, contre 75 % à fin-2024 et en moyenne depuis 2014. Les autres passifs (NEU CP, 11.4 Md€ d'encours, et NEU MTN, 4,0 Md€) ne bénéficient pas d'une garantie souveraine explicite, mais l'importance hautement stratégique de l'Unédic conforte notre

[10] Arrêté du 19 décembre 2024 portant agrément de la convention du 15 novembre 2024.

hypothèse selon laquelle le gouvernement apporterait un soutien financier à l'ensemble de l'encours de la dette, si cela s'avérait nécessaire.

Les programmes de financement (EMTN d'un montant maximum de 60 Md€ en 2024, NEU MTN de 10 Md€ et NEU CP de 18 Md€) sont principalement déterminés par les conditions économiques et financières. Depuis 2014, l'écart entre l'autorisation d'emprunt et l'encours de la dette a été maintenu à environ 20 Md€ en moyenne, reflétant une gestion financière prudente tenant compte d'une forte sensibilité aux éventuels retournements de la conjoncture. Chaque émission obligataire est plafonnée à 4 Md€ afin d'atténuer les risques de refinancement.

Les émissions obligataires devraient rester supérieures à la moyenne pré-Covid-19

En réponse à la pandémie de Covid-19, les autorisations d'emprunt des programmes EMTN et NEU CP ont été considérablement augmentées via la hausse des plafonds des programmes : de 34 Md€ à 60 Md€ d'euros pour le programme EMTN, et de 10 Md€ à 18 Md€ pour le programme NEU CP (**Graphique 7**).

Alors que l'encours de la dette EMTN avait atteint un pic de 53,3 Md€ à l'automne 2021, il est tombé à 47,9 Md€. L'encours du programme NEU CP a augmenté pour atteindre 18,0 Md€ en mai 2020 afin de financer les mesures d'urgence prises pendant le premier confinement, puis a diminué pour atteindre 5,9 Md€ à l'automne 2023, avant d'augmenter à nouveau pour atteindre 11.4 Md€ en raison du prélèvement de l'État sur les recettes de l'Unédic et de l'insuffisance des montants garantis par l'État en 2023 et 2024 pour répondre aux besoins de financement de l'Unédic. Le programme MTN NEU a vu son encours passer de 7,1 Md€ à fin de 2021 à 4 Md€, avec un plafond stable de 10 Md€ sur la période.

Pour les années à venir, l'Unédic prévoit une augmentation des émissions de dette à moyen et long terme, qui passeront de 4,0 Md€ en 2025 à 10,0 Md€ en 2026, principalement en raison du remboursement de la dette émise en 2020-21 visant au financement des besoins liés à la pandémie de Covid-19 (**Graphique 8**), ainsi que d'une stratégie visant à réduire l'encours de la dette à court terme NEU CP.

La garantie souveraine sur le programme de financement 2025 s'élève à 4 Md€[11] (pour une autorisation d'emprunt de 6 Md€), par rapport à des émissions d'obligations sociales EMTN de 1 Md€ par an entre 2022 et 2024. Le programme NEU CP est utilisé pour couvrir les besoins de trésorerie à court terme, mais sert également de variable d'ajustement entre les besoins de financement bruts et le montant de la garantie souveraine autorisée par le ministère des Finances. La part du programme NEU CP dans la dette s'élève à 18 %, ce qui est en ligne avec le pic atteint en 2020 (19 %) mais au-dessus de sa moyenne d'avant la pandémie de Covid-19 (14 %).

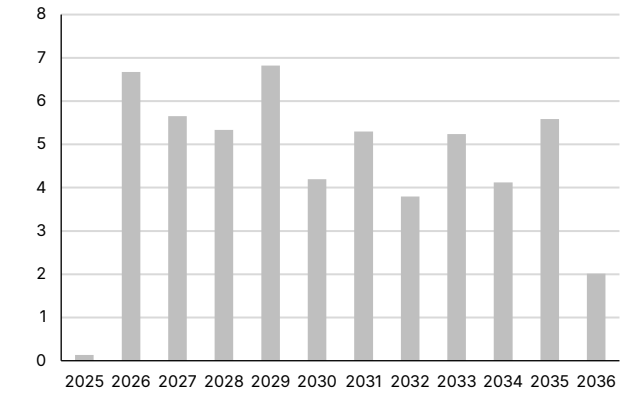
Des coûts de financement modérés liés au mécanisme de garantie

Les conditions de financement sont favorables par rapport à celles de l'État compte tenu du mécanisme de garantie souveraine. Une pondération des risques de 0 % et le statut HQLA de niveau 1 garantissent à l'Unédic un fort accès à la liquidité et à une base d'investisseurs diversifiée.

[11] Article 52 de la loi de finances 2025.

Graphique 8 : Echéancier des emprunts obligataires

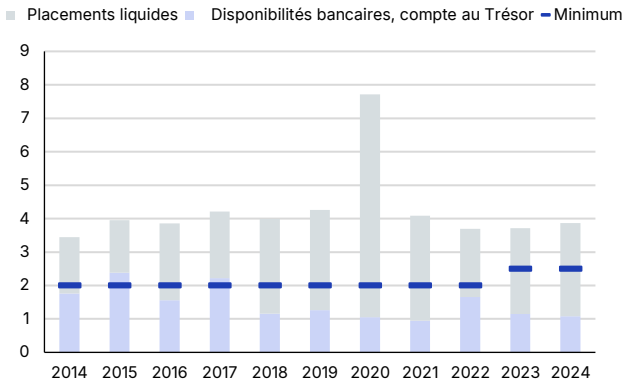
Md€



Source : Unédic, Bloomberg, Scope Ratings

Graphique 9 : Trésorerie et équivalents de trésorerie

Md€



Source : Unédic, Scope Ratings

Une liquidité forte fondée sur des règles internes prudentes

L'Unédic conserve un niveau de liquidités confortable. Fin 2024, la trésorerie et les équivalents de trésorerie s'élevaient à 3,9 Md€, dont 2,8 Md€ de titres négociables et 1,1 Md€ détenus sur des comptes ouverts auprès du Trésor français et d'établissements bancaires (**Graphique 9**).

Les normes internes fixent des réserves de liquidités minimales devant être maintenues à 2,5 Md€ à partir de 2023, contre 2 Md€ auparavant, et suivies de façon quotidienne en tenant compte des décaissements prévus. Ces réserves représentent plus de 100 % des obligations à long terme garanties par l'État et des obligations à moyen terme arrivant à échéance au cours des dix prochains jours calendaires, et 50 % de la dette à court terme arrivant à échéance au cours de cette période.

Les liquidités de l'Unédic sont investies selon des règles strictes et dans une sélection d'actifs liquides composée principalement de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), en particulier des fonds monétaires labellisés ISR, et d'un compte au Trésor.

4. Evaluation des critères environnementaux, sociaux et gouvernance (ESG)

Émetteur de référence d'obligations sociales, en ligne avec le mandat de l'Unédic

L'Unédic a introduit en mai 2020 son cadre d'obligations sociales conformément aux principes des obligations sociales de l'International Capital Market Association. L'ensemble du programme de financement à moyen et long terme a été exécuté entre 2022 et 2024 via des obligations sociales.

Les dépenses éligibles sont définies par la gouvernance du régime d'assurance chômage. Un comité dédié aux obligations sociales est responsable de la gouvernance du programme, de l'allocation des fonds et de l'approbation des rapports d'allocation et d'impact.

Les obligations sociales sont alignées sur le mandat public de l'Unédic consistant à soutenir l'emploi, permettant ainsi de lutter contre la pauvreté et l'exclusion. Le régime d'assurance contribue également à atténuer les inégalités en indemnisant mieux les salariés à bas salaire que celle les salariés ayant un salaire plus élevé. Sur cette base, l'Unédic contribue à la réalisation des objectifs de développement durable de la France et de l'agenda 2030.

Annexe 1. Grilles de notation (Qualitative Scorecards - QS1 & QS2)

Qualitative Scorecard 1: Approche descendante

Critères analytiques	Évaluation (score)	Raisonnement analytique
Forme juridique (40%)	Moyenne (50)	L'Unédic est un organisme de droit privé à but non lucratif régi par le Code monétaire et financier français et soumis aux procédures de redressement et de liquidation judiciaire. Elle fait partie des organismes de protection sociale et sa dette financière est consolidée dans celle de l'administration publique.
Destination et activités (20%)	Forte (100)	L'Unédic joue un rôle hautement stratégique en gérant le régime d'assurance chômage du secteur privé, en contribuant au financement de France Travail et en finançant les points de retraite complémentaire pour les demandeurs d'emploi.
Structure de l'actionnariat (20%)	N/A	L'Unédic n'a pas de structure actionnariale.
Interdépendances financières (20%)	Forte (100)	L'Unédic a accès à des ressources hautement protégées pour financer la protection sociale, qui sont approuvées par le gouvernement et le parlement. Elle reçoit également une subvention annuelle de l'État et des cotisations sociales prélevées sur les revenus du capital. Le programme d'émission d'obligations à long terme bénéficie d'une garantie souveraine explicite.
Approche retenue		**Descendante**

Source : Scope Ratings

Qualitative Scorecard 2 : Intégration avec le sponsor public

	Évaluation	Critères analytiques	Évaluation (score)	Raisonnement analytique
Contrôle et soutien régulier	Forte	Décisions stratégiques et opérationnelles	Forte (100)	Les partenaires sociaux gèrent le régime d'assurance privée de manière indépendante, mais le gouvernement conserve un rôle hautement stratégique à travers la définition du cadre des négociations et des mesures spécifiques mises en œuvre par décret. Le Parlement assure le suivi de la situation du régime d'assurance chômage.
		Personnel clé, organes de direction et de surveillance	Limitée (1)	L'Unédic est exclusivement gouvernée et gérée par les partenaires sociaux par l'intermédiaire de représentants des syndicats et des organisations patronales. Le président de l'Unédic est nommé par les représentants des salariés et des employeurs.
		Preuve d'un soutien financier	Forte (100)	La République française accorde une garantie explicite au programme d'émissions obligataires à long terme de l'Unédic, qui est inscrite au budget de l'Etat. Elle bénéficie également d'un soutien financier direct par le biais de transferts réguliers et prévisibles de la part des opérateurs chargés de collecter les cotisations obligatoires et les taxes.
Probabilité de soutien exceptionnel	Forte	Importance stratégique	Forte (100)	L'Unédic occupe une place hautement stratégique dans le système de protection sociale en mettant en œuvre, pour le compte de l'État, de politiques contracycliques visant à atténuer l'impact des cycles économiques sur le marché de l'emploi.
		Difficulté de substitution	Forte (100)	L'Unédic est une organisation à but non lucratif évoluant dans un environnement hautement réglementé reflétant le caractère obligatoire du régime d'assurance chômage. Elle dispose d'une longue expérience et d'une compréhension unique du marché du travail compte tenu de sa gestion par les partenaires sociaux.
		Implications d'un défaut	Forte (100)	Le régime d'assurance chômage géré par l'Unédic agissant comme un amortisseur économique et social, un défaut hypothétique aurait des implications majeures pour la République française ainsi que pour d'autres organismes publics.
Ajustement indicatif			**0-1**	

Source : Scope Ratings

Annexe 2. Tableau statistique

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Compte de résultat – résumé (M€)						
Contributions principales et autres financements (dont CSG)	38,666	36,089	39,762	42,986	43,383	44,335
Contributions particulières	439	430	571	362	558	662
Autres produits	428	383	705	1,532	308	375
Total des produits techniques	**39,533**	**36,902**	**41,038**	**44,880**	**44,249**	**45,372**
ARE	-31,550	-35,616	-33,644	-29,517	-31,102	-32,580
Autres allocations	-2,480	-2,769	-3,302	-2,763	-3,031	-3,332
Aides au reclassement	-765	-617	-677	-745	-819	-1,065
Validation des points retraite	-2,105	-2,680	-2,449	-2,229	-2,398	-2,488
Contributions 11 % Pôle emploi	-38	-9,049	-2,551	-3,924	-4,334	-4,820
Financement de l'activité partielle	-3,521	-4,075	-4,255	-195	-95	-82
Autres charges	-688	-909	-666	-1,753	-484	-551
Total des charges techniques	**-41,147**	**-55,715**	**-47,544**	**-41,127**	**-42,261**	**-44,918**
Résultat de gestion technique	-1,614	-18,813	-6,507	3,753	1,988	454
Résultat de gestion administrative	-31	-34	-36	-34	-37	-40
Résultat financier	-334	-315	-303	-299	-413	-542
Résultat exceptionnel	11	7	13	12	2	0
Impôts sur les sociétés	-3	0	0	-1	-4	-1
Résultat net	**-1,971**	**-19,155**	**-6,833**	**3,430**	**1,536**	**-128**

Bilan – résumé (M€)						
Actif						
Primes de remboursement des obligations	99	107	128	114	97	83
Charges à répartir	31	56	66	58	51	44
Charges constatées d'avance	2	71	71	24	77	83
Disponibilités	1,260	1,056	951	1,667	1,160	1,089
Valeurs mobilières de placement	3,000	6,658	3,139	2,035	2,563	2,785
Créances	5,126	6,610	6,412	5,374	5,625	5,585
Actif immobilisé	56	47	40	33	33	22
Total de l'actif	**9,574**	**14,605**	**10,807**	**9,305**	**9,605**	**9,691**
Passif						
Emprunts et dettes financières	41,292	62,539	67,940	64,618	63,215	63,420
Emprunts obligataires	*30,114*	*43,612*	*52,961*	*51,709*	*48,947*	*47,064*
Autres emprunts et dettes financières	*11,177*	*18,927*	*14,979*	*12,906*	*14,268*	*16,356*
Facilités bancaires à court terme	*0*	*0*	*0*	*3*	*0*	*0*
Autres dettes	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
Autres passifs	5,200	7,995	5,537	4,027	4,235	4,312
Total du passif	**46,492**	**70,534**	**73,477**	**68,645**	**67,449**	**67,733**
Résultat de l'exercice	-1,970	-19,155	-6,833	3,430	1,536	-128
Report à nouveau	-35,228	-37,198	-56,353	-63,186	-59,756	-58,220
Réserves	1	1	1	1	1	1
Situation nette	**-37,197**	**-56,352**	**-63,185**	**-59,755**	**-58,220**	**-58,348**
Comptes de régularisation	156	305	398	308	251	202
Total du passif et des capitaux	**9,574**	**14,606**	**10,807**	**9,306**	**9,605**	**9,691**

Source : Unédic, Scope Ratings

Analyste principal

Thomas Gillet
+49 30 278911-25
t.gillet@scoperatings.com

Analyste secondaire

Brian Marly
+33 186 261 882
b.marly@scoperatings.com

Responsable d'équipe

Alvise Lennkh-Yunus
+49 69 6677389-85
a.lennkh@scoperatings.com

Recherches associées

Scope affirms France's long-term ratings of AA- and revises the Outlooks to Negative, September 2025
France: upcoming confidence vote raises further uncertainty over budgetary outlook, August 2025
France: multi-year budget plan supports fiscal outlook but great uncertainty remains, July 2025

Méthodologie appliquée

Government Related Entity Rating Methodology, September 2025

Scope Ratings GmbH

Lennéstraße 5, D-10785 Berlin
Phone: +49 30 27891-0
Fax: +49 30 27891-100
info@scoperatings.com

Scope Ratings UK Limited

52 Grosvenor Gardens
London SW1W 0AU
Phone: +44 20 7824 5180
info@scoperatings.com

Bloomberg: RESP SCOP
Scope contacts
scoperatings.com

Disclaimer

© 2025 Scope SE & Co. KGaA and all its subsidiaries including Scope Ratings GmbH, Scope Ratings UK Limited, Scope Fund Analysis GmbH, Scope Innovation Lab GmbH and Scope ESG Analysis GmbH (collectively, Scope). All rights reserved. The information and data supporting Scope's ratings, rating reports, rating opinions and related research and credit opinions originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope does not, however, independently verify the reliability and accuracy of the information and data. Scope's ratings, rating reports, rating opinions, or related research and credit opinions are provided 'as is' without any representation or warranty of any kind. In no circumstance shall Scope or its directors, officers, employees and other representatives be liable to any party for any direct, indirect, incidental or other damages, expenses of any kind, or losses arising from any use of Scope's ratings, rating reports, rating opinions, related research or credit opinions. Ratings and other related credit opinions issued by Scope are, and have to be viewed by any party as, opinions on relative credit risk and not a statement of fact or recommendation to purchase, hold or sell securities. Past performance does not necessarily predict future results. Any report issued by Scope is not a prospectus or similar document related to a debt security or issuing entity. Scope issues credit ratings and related research and opinions with the understanding and expectation that parties using them will assess independently the suitability of each security for investment or transaction purposes. Scope's credit ratings address relative credit risk, they do not address other risks such as market, liquidity, legal, or volatility. The information and data included herein is protected by copyright and other laws. To reproduce, transmit, transfer, disseminate, translate, resell, or store for subsequent use for any such purpose the information and data contained herein, contact Scope Ratings GmbH at Lennéstraße 5, D-10785 Berlin. Public Ratings are generally accessible to the public. Subscription Ratings and Private Ratings are confidential and may not be shared with any unauthorised third party.