

La détérioration de la qualité de la dette publique de la France

Les intervenants des marchés financiers comprennent progressivement que la France aura beaucoup de mal à réduire son déficit public, avec le vieillissement démographique, la nécessité de dépenser plus pour l'éducation, les transitions énergétique et numérique, en l'absence de majorité parlementaire et d'acceptation par la plupart des partis politiques et par une majorité de Français qu'il faut réduire les dépenses publiques. Il y a globalement refus de toute mesure qui freinerait la consommation des ménages. Enfin, la hausse du taux d'emploi, qui générerait des recettes fiscales supplémentaires, ne peut être obtenue qu'à long terme avec l'amélioration de la qualité du système éducatif et du système de formation professionnelle.

On voit, en conséquence, que le taux d'intérêt à 10 ans de la France montre un spread important vis-à-vis de celui de l'Allemagne, malgré le plan de hausse des dépenses publiques de l'Allemagne, est passé au-dessus du taux d'intérêt à 10 ans de l'Espagne, et va probablement passer rapidement au-dessus de celui de l'Italie. Mais ces évolutions ne sont pas assez brutales pour provoquer une réaction des hommes politiques et de l'opinion en France.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

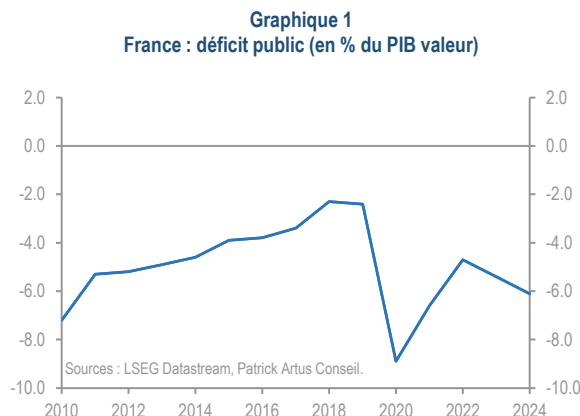
✕ @PatrickArtus

📺 Patrick Artus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Très difficile de réduire le déficit public en France

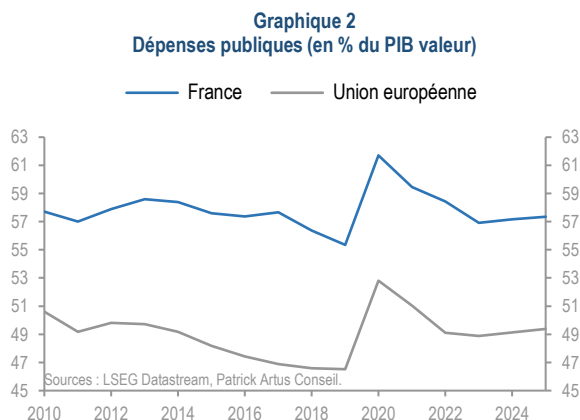
Le **Graphique 1** montre le déficit public de la France jusqu'en 2024.



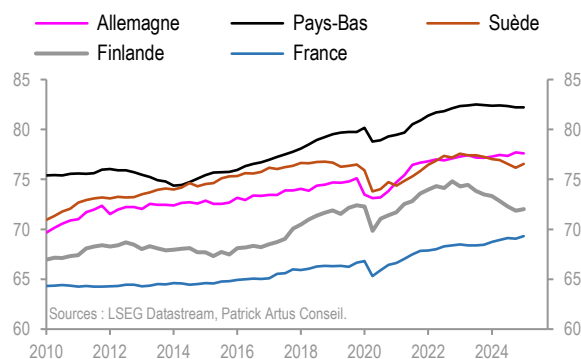
Il sera très difficile de réduire le déficit public en France pour plusieurs raisons :

- le vieillissement démographique qui accroît les dépenses de santé et de dépendance ;
- la mauvaise qualité du système éducatif liée entre autres à la faible attractivité d'un point de vue financier des carrières des enseignants ;
- le niveau élevé des aides aux entreprises (selon la commission d'enquête du Sénat, les aides aux entreprises atteignent 200 milliards d'euros par an), mais qui est la contrepartie de la pression fiscale élevée sur des entreprises (en particulier avec des impôts de production, qui atteignent 3,7% du PIB contre 2% en moyenne dans l'Union européenne et 0,9% en Allemagne) ;
- le besoin d'investissements publics supplémentaires, pour financer la transition énergétique, la transition numérique.

De plus, **il n'y a pas de majorité au Parlement** soutenant une baisse des dépenses publiques, et l'opinion n'est pas consciente de la nécessité de réduire les dépenses publiques (**Graphique 2**).



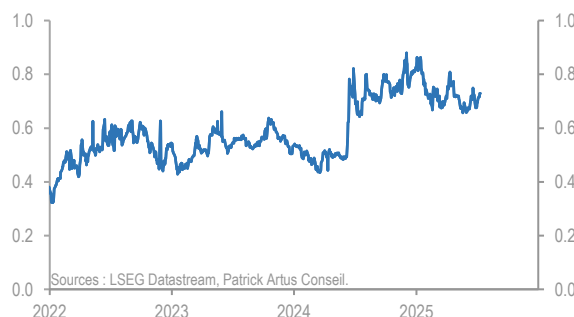
Enfin, **la hausse du taux d'emploi** (**Graphique 3**) qui potentiellement générerait une hausse très importante des recettes fiscales, ne peut être obtenue qu'à long terme, à la condition que la qualité du système éducatif et celle du système de formation professionnelle (qui touche peu les personnes de plus de 50 ans) soient nettement améliorées.

Graphique 3
Taux d'emploi des 15-64 ans (en %)

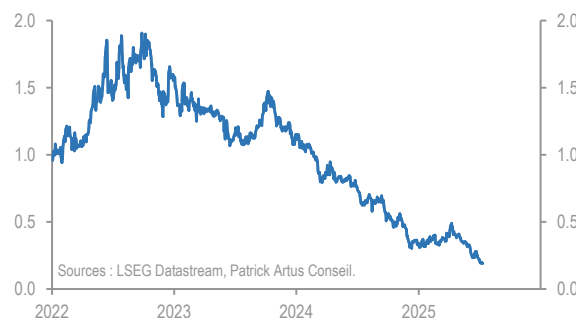
Tout ceci conduit à penser qu'il sera très difficile de réduire le déficit public, de 5,8% du PIB en 2024 à 4,6% du PIB en 2026 et à 3% du PIB en 2030, ce qui est l'objectif annoncé par le gouvernement français.

Les intervenants des marchés financiers doutent de plus en plus de la réduction du déficit public de la France

Malgré l'annonce du **déficit public important de l'Allemagne** à partir de 2026, avec la hausse des dépenses militaires et celle des investissements en infrastructures (numériques, de transport) le spread du taux d'intérêt à 10 ans entre la France et l'Allemagne est resté stable autour de 70 points de base (**Graphique 4**).

Graphique 4
France : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans avec l'Allemagne (en points de %)

Mais la détérioration de la qualité perçue par les investisseurs de la dette publique de la France se voit clairement quand on compare les taux d'intérêt à long terme entre la France d'une part, l'Italie et l'Espagne d'autre part (**Graphiques 5/6**).

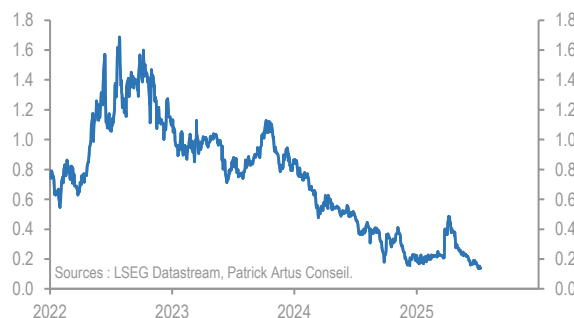
Graphique 5
Espagne : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans avec la France (en points de %)Graphique 6
Italie : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans avec la France (en points de %)

Le taux d'intérêt à 10 ans de l'Espagne est aujourd'hui passé en dessous de celui de la France, l'écart entre le taux à 10 ans de l'Italie et celui de la France s'est considérablement réduit. L'Espagne a maintenant un taux d'intérêt à 5 ans inférieur à celui de la France (**Graphiques 7/8**). L'Italie a un taux d'intérêt à 5 ans de peu supérieur à celui de la France.

Graphique 7
Espagne : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 5 ans avec la France (en points de %)



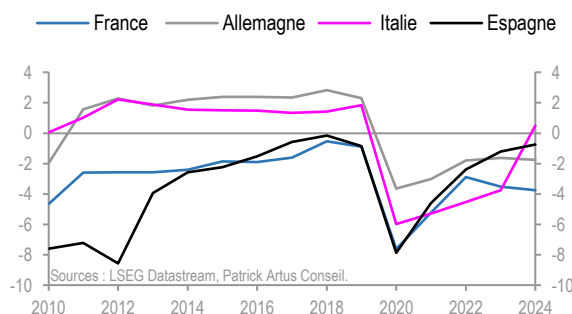
Graphique 8
Italie : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 5 ans avec la France (en points de %)



Les marchés réagissent normalement à l'observation que l'Espagne, en 2025, et l'Italie, en 2026, vont faire passer leur déficit public en dessous de 3% du PIB, alors que la France aura toujours en 2025 un déficit public probablement d'au moins 5,5% du PIB.

Lorsqu'on regarde **les déficits budgétaires primaires** (hors intérêts sur la dette publique), **Graphique 9**, on voit que l'Italie a un excédent primaire, l'Espagne un petit déficit primaire, l'Allemagne un déficit primaire inférieur de beaucoup à celui de la France.

Graphique 9
Excédent ou déficit public primaire (en % du PIB valeur)

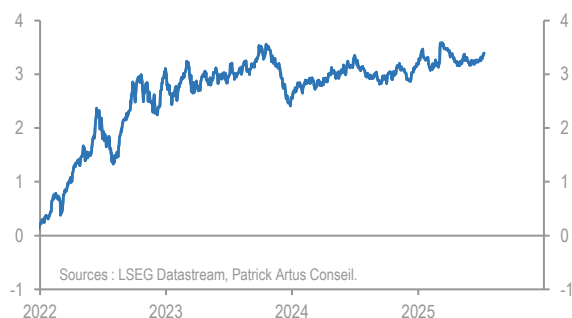


Synthèse : une tendance à la hausse continue des taux d'intérêt à long terme de la France

La déception des intervenants des marchés financiers quant à la rapidité de la réduction du déficit public de la France sera croissante, et à mesure que l'échéance de l'élection présidentielle d'avril 2027 s'approchera, il s'y ajoutera un risque politique croissant.

En conséquence, on peut attendre **une hausse continue du taux d'intérêt à long terme** (aujourd'hui de 3,30%, **Graphique 10**), les taux d'intérêt à court terme devraient être stables, avec l'arrivée de la BCE à son taux terminal.

Graphique 10
France : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Cette hausse des taux d'intérêt, au-dessus de la croissance nominale de long terme (autour de 2,5% par an), aggravera aussi la situation des déficits publics et de la dette publique.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.