

La France, passager clandestin de l'Europe

Si la France avait sa propre monnaie et sa propre banque centrale, il est clair qu'un risque de défaut sur la dette publique de la France serait aujourd'hui apparu, conduisant à une dépréciation du change et à une forte hausse des taux d'intérêt.

Mais l'existence de l'euro évite ces conséquences désagréables de la détérioration des finances publiques de la France. Il est inimaginable que la BCE ne réagisse pas à un risque de défaut de la France sur sa dette souveraine, qui entraînerait une crise majeure de l'euro et probablement la disparition de l'euro.

En conséquence, les investisseurs étrangers continuent à financer le Trésor français dans des conditions acceptables, et la perspective de maintien d'un déficit public élevé ne crée pas de difficulté majeure à la France.

La France est donc le passager clandestin de l'Europe : elle ne fait pas d'effort pour redresser ses finances publiques, son économie, son système éducatif, et elle continue à être soutenue par les autres pays européens qui eux ont fait cet effort.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

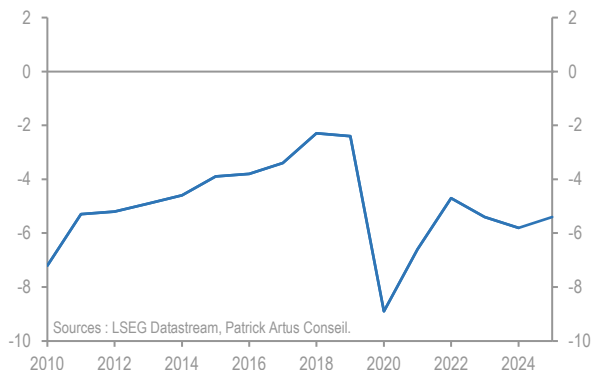
📺 Patrick Artus

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.

Que se passerait-il sans l'euro ?

Il est clair que, en l'absence d'un consensus pour remettre en ordre les finances publiques, **le déficit public de la France va rester élevé, le taux d'endettement public va continuer à augmenter** (il faudrait réduire le déficit public primaire — hors paiement des intérêts sur la dette — de 130 milliards d'euros pour stabiliser le taux d'endettement public, **Graphiques 1a/b**).

Graphique 1a
France : déficit public (en % du PIB valeur)

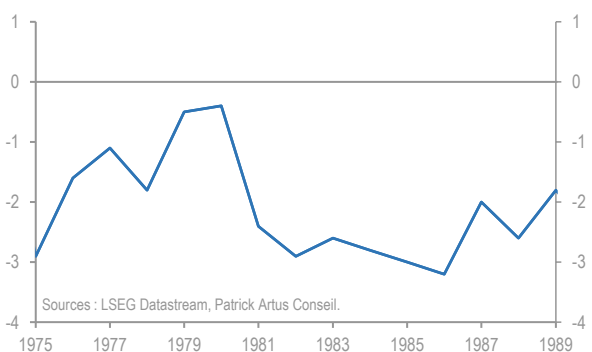


Graphique 1b
France : dette publique (en % du PIB valeur)

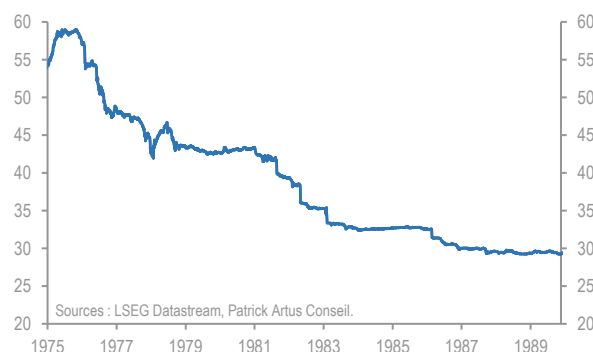


Sans l'euro, si la France avait sa propre monnaie, sa propre banque centrale, il est certain qu'**une anticipation de défaut de la France sur sa dette publique apparaîtrait**, conduisant à une dépréciation du change et à une forte hausse des taux d'intérêt. La dynamique serait semblable à celle observée à partir de l'élection de François Mitterrand à la présidence de la République en 1981 (**Graphiques 2a/b/c**).

Graphique 2a
France : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 2b
Taux de change franc-deutsche mark (100 FRF = ... DM)



Graphique 2c
France : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



L'existence de l'euro évite ces conséquences défavorables de la dégradation des finances publiques de la France

Dans la situation contemporaine, **il est certain que la BCE ne pourrait pas accepter un défaut (une restructuration) sur la dette de la France**. Un défaut de la France conduirait à un doute sur la qualité de tous les actifs financiers libellés en euros, donc à un

rejet de ces actifs financiers par les investisseurs, à une crise financière, et finalement à **la disparition de l'euro**. La BCE empêcherait donc un défaut de la France en achetant toute la quantité nécessaire de dette publique française. Les investisseurs anticipant ce comportement de la BCE, **ils continuent à financer la France dans des conditions assez favorables** :

- **le taux de couverture** (ratio du volume demandé au volume adjugé) sur la dernière adjudication d'OAT (6 octobre 2025) allait de 2,42 à 3,49 suivant les maturités ;
- **le spread de taux d'intérêt à 10 ans** entre la France et l'Allemagne reste contenu, puisqu'il est très légèrement supérieur à 80 points de base.

Malgré la forte dégradation des comptes publics, la France ne rencontre pas de difficulté majeure pour assurer le financement de son déficit public, cela grâce au fait que la probabilité de défaut sur la dette de la France est nulle.

Synthèse : La France, passager clandestin de l'Europe

La France ne fait donc pas **d'efforts pour redresser ses finances publiques, ou bien pour améliorer sa situation économique** (la productivité du travail est plus basse qu'en 2019, **Graphique 3**), **ou pour améliorer son système éducatif** (**Tableau 1**).

Graphique 3
France productivité par tête (100 : 2010.T1)



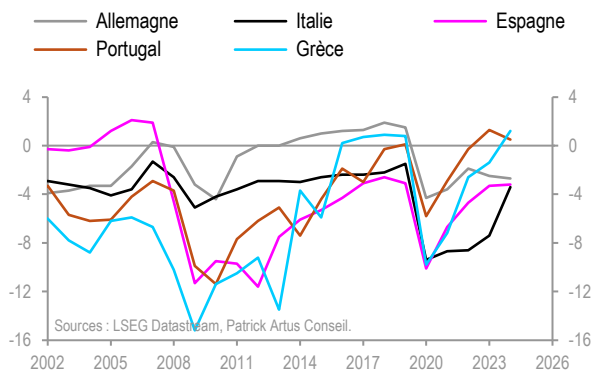
Tableau 1 : résultats aux enquêtes PISA de l'OCDE (score global, par score décroissant de l'enquête de 2022)

Pays	2012	2015	2018	2022
Japon	540	529	520	533
Canada	522	523	517	506
Finlande	529	523	516	495
Danemark	498	504	501	491
Allemagne	515	508	500	482
Pays-Bas	519	508	502	480
France	500	496	494	478

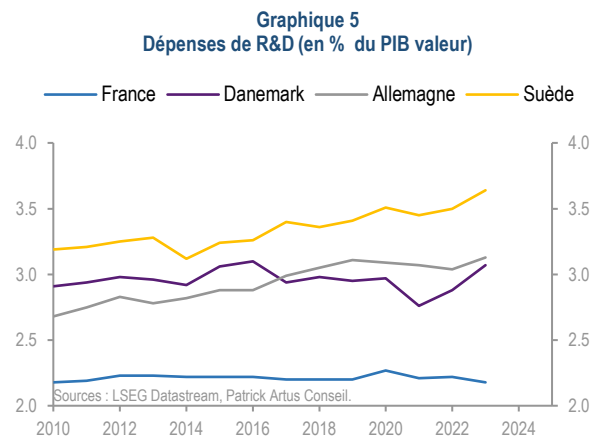
Source : OCDE.

Les autres pays de la zone euro ont tous fait des efforts pour réduire leurs déficits publics (**Graphique 4**).

Graphique 4
Excédent ou déficit public (en % du PIB valeur)



Les pays du nord de l'Europe ont **des systèmes éducatifs de bonne qualité, font un effort pour dépenser suffisamment en Recherche-Développement (Graphique 5)** et donc continuer à faire progresser leur productivité.



En raison de son appartenance à la zone euro, la France peut donc se dispenser de faire les efforts qu'ont fait les autres pays européens, et continue à attirer l'épargne de ces autres pays pour financer ses déficits publics.

Il s'agit donc clairement d'un comportement de passager clandestin, la France bénéficiant des efforts faits par les autres pays tout en ne faisant elle-même pas d'efforts.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement 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.