

Quels sont les inconvenients liés à un taux d'endettement public très élevé ?

Il y a un débat entre économistes sur la limite au taux d'endettement public ; pour les uns, l'exemple du Japon ou de l'Italie montrent que cette limite est élevée ; pour les autres, il est urgent de stabiliser les taux d'endettement public à un niveau pas trop élevé.

Cela amène à s'interroger sur les inconvenients liés à un taux d'endettement public très élevé.

Ces inconvenients peuvent résulter :

- de la dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers si le taux d'épargne n'est pas suffisant ;
- de la hausse des taux d'intérêt à long terme si la demande de dette publique n'est pas suffisante ;
- de l'éviction de l'investissement des entreprises (du capital des entreprises) et de l'investissement en logements, si l'endettement extérieur est limité ;
- de la forte sensibilité de l'économie aux fluctuations des taux d'intérêt réels à long terme.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

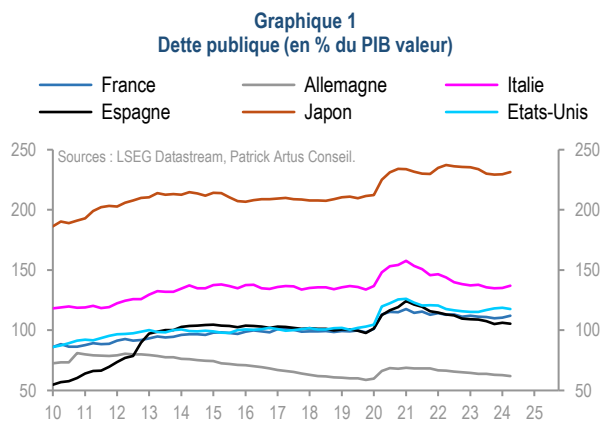
✕ @PatrickArtus

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.

La dette publique est-elle excessive ?

Au 3^{ème} trimestre 2024, le taux d'endettement public de la France était proche de 114% du PIB.

Ce niveau d'endettement public est très élevé par rapport à celui de l'Allemagne, similaire à celui des Etats-Unis et de l'Espagne, inférieur à celui de l'Italie ou du Japon (**Graphique 1**).



Les économistes diffèrent quant à leur jugement sur le niveau désiré, souhaitable, du taux d'endettement public.

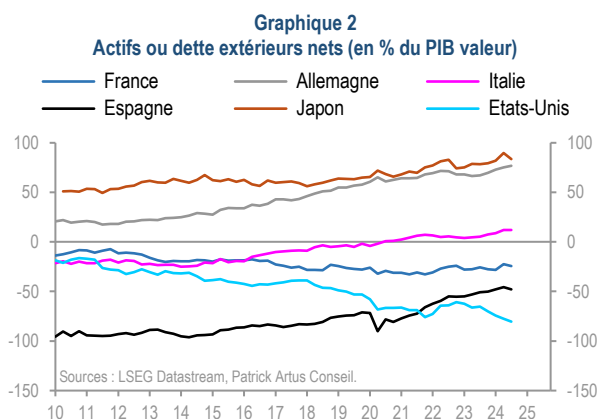
Pour les uns, les pays de l'OCDE ont encore la possibilité d'augmenter sans inconvénient majeur leur taux d'endettement public ; pour les autres, ces pays doivent de manière urgente stabiliser leur taux d'endettement public.

Cela nous incite à nous interroger sur les possibles inconvénients liés à la présence d'un taux d'endettement public élevé.

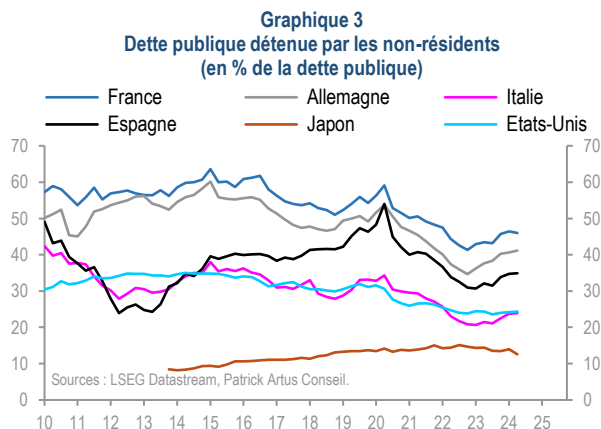
Taux d'endettement public élevé : quels inconvénients ?

1- Dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers

Si le taux d'endettement public est élevé, et si le taux d'épargne du secteur privé est chroniquement trop faible, il peut apparaître **un endettement extérieur important** (c'est le cas par exemple aux Etats-Unis, en Espagne, et à un moindre degré en France, **Graphique 2**).



Cela générerait **un poids important des non-résidents dans la détention de la dette publique** (Graphique 3), qui ne viendrait pas de l'importance de la demande pour les titres publics du pays mais de l'insuffisance de l'épargne du pays par rapport à l'endettement public.



Les investisseurs non-résidents ont probablement un comportement de détention de la dette publique moins stable que les investisseurs domestiques, ce qui peut provoquer une forte variabilité des taux d'intérêt à long terme.

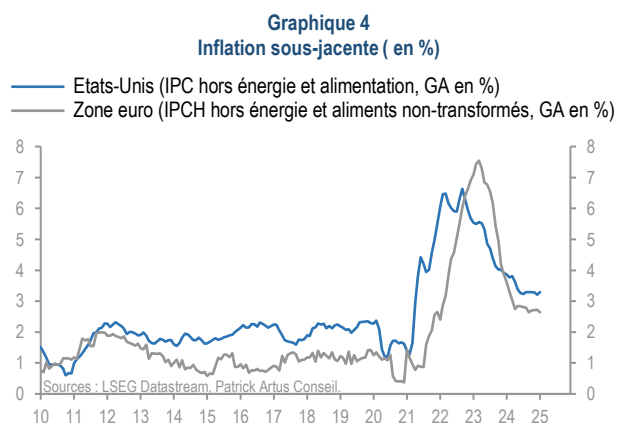
2- Risque de hausse des taux d'intérêt à long terme

Le taux d'intérêt à long terme sur la dette publique résulte de la confrontation de l'offre et de la demande d'obligations souveraines. On ne peut pas regarder seulement le taux d'endettement public, **il faut regarder la demande de titres publics**.

Une faible demande de titres publics peut résulter **d'une hausse de l'anticipation d'inflation**, qui réduit le rendement réel anticipé des obligations, ou **d'un doute sur la soutenabilité de la dette publique**.

Dans la période récente, on a observé par exemple :

- une révision à la hausse de l'inflation anticipée, aux Etats-Unis mais aussi dans la zone euro, qui résulte de la constatation que l'inflation sous-jacente ne baisse plus (Graphique 4).



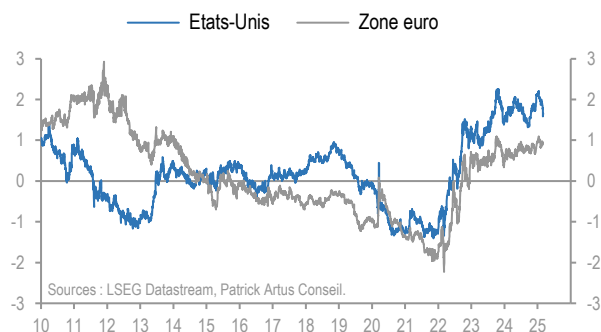
- une inquiétude croissante sur la soutenabilité de la dette de la France (**Graphique 5**).

Graphique 5
France : écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans avec l'Allemagne (en points de %)



Les effets négatifs de la hausse des taux d'intérêt à long terme apparaissent si elle conduit à une hausse des taux d'intérêt réels à long terme, ce qui est le cas (**Graphique 6**). **Des taux d'intérêt réels à long terme plus élevés freinent l'investissement** (des entreprises, en logements) et rendent plus difficile la stabilisation du taux d'endettement public.

Graphique 6
Taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (déflaté par le swap d'inflation à 10 ans, en %)



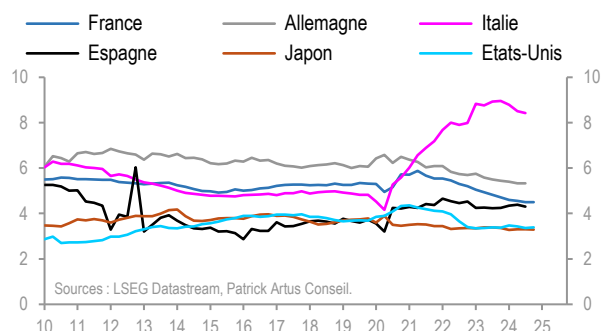
3- Risque d'éviction de l'investissement privé

Si le pays a une capacité limitée à s'endetter à l'étranger (ce qui n'est pas pour l'instant le cas des Etats-Unis, mais est le cas des pays européens), **son stock d'épargne est partagé entre la dette publique et le stock de capital du secteur privé**. Si son taux d'endettement public augmente, nécessairement, s'il ne peut pas s'endetter davantage auprès du reste du monde, le stock de capital des entreprises ou le stock de capital en logements est corrigé à la baisse.

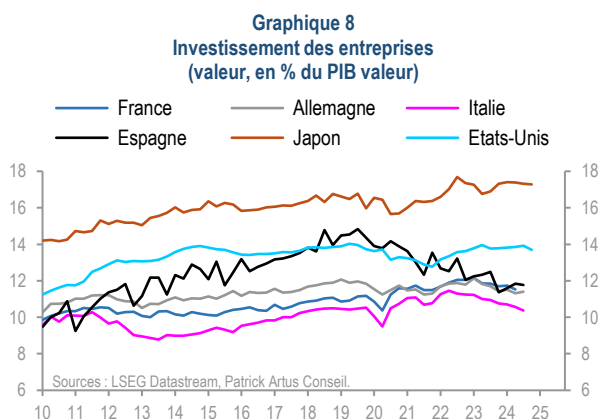
On observe cet effet d'éviction de l'investissement privé :

- depuis 2020, partout, sauf en Italie, en ce qui concerne l'investissement en logements (**Graphique 7**) ;

Graphique 7
Investissement logement des ménages (volume, en % du PIB volume)



- depuis 2022, dans tous les pays de la zone euro, en ce qui concerne l'investissement des entreprises ([Graphique 8](#)).



4- Forte sensibilité de l'économie aux fluctuations des taux d'intérêt réels à long terme

Si le taux d'endettement public est élevé, les fluctuations des taux d'intérêt réels à long terme (voir Graphique 6 plus haut) ont un effet accru sur la soutenabilité de la dette publique.

Si le taux d'endettement public est élevé, une même hausse du taux d'intérêt réel à long terme implique une hausse plus forte de l'excédent budgétaire primaire qui assure la stabilité du taux d'endettement public.

La politique budgétaire doit donc réagir plus violemment aux variations des taux d'intérêt réels à long terme si le taux d'endettement public est élevé.

Synthèse : il faut reconnaître qu'un taux d'endettement public élevé a des inconvénients

Surtout lorsque les besoins d'investissement public sont importants (ce qui est le cas aujourd'hui avec la transition énergétique, la transition numérique, la hausse des dépenses militaires en Europe), il peut être tentant de laisser s'accroître le taux d'endettement public.

Mais il faut rappeler qu'un taux d'endettement public élevé a des conséquences négatives :

- dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers s'il conduit à une dette extérieure élevée ;
- hausse des taux d'intérêt réels à long terme si la demande de titres publics n'est pas suffisante ;
- éviction de l'investissement des entreprises et de l'investissement en logements si le pays est limité dans son endettement extérieur ;
- forte sensibilité aux variations des taux d'intérêt réels à long terme, surtout en ce qui concerne le besoin de dégager un excédent budgétaire primaire suffisant pour stabiliser le taux d'endettement public.

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.