

R É P U B L I Q U E F R A N Ç A I S E

Rapport sur la dette des administrations publiques



Assemblée nationale
Constitution du 4 octobre 1958
Dix-septième législature

RAPPORT SUR LA DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Prévu par l'article 48 de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances, ce rapport a vocation à analyser la trajectoire, les conditions de financement et la soutenabilité de la dette de l'ensemble des administrations publiques et de leurs sous-secteurs.

I. Trajectoire de la dette publique	4
A. Trajectoire pour l'ensemble des administrations publiques	4
B. Dette par sous-secteurs de comptabilité nationale	8
C. Scénario macroéconomique sous-jacent à la trajectoire prévisionnelle	9
D. Evolution de la dette sur longue période et comparaison internationale.....	11
II. Conditions de financement de l'État	14
A. Les coûts de financement de l'État	14
B. Les ressources de financement de l'État	20
C. La prédominance des Européens parmi les investisseurs en dette publique	28
III. Soutenabilité de la dette publique	35
A. Scénario de taux d'intérêt et effet d'une hausse des taux ou de l'inflation sur la charge de la dette.....	35
B. Analyse de la soutenabilité de la dette dans le nouveau cadre budgétaire européen.....	37
Bibliographie.....	39

La dette est la somme des emprunts qui ont été réalisés par le passé et qui n'ont pas encore été remboursés à ce stade. Elle est égale à la somme des déficits accumulés au fil des années de laquelle sont retranchés les excédents qui ont pu être réalisés.

La dette publique est celle de l'ensemble des administrations publiques, au premier rang desquelles l'État, dont la dette est gérée par l'Agence France Trésor (AFT) et qui représente 81 % de la dette publique totale à la fin du 2^e trimestre 2024. La dette publique inclut aussi la dette des organismes de sécurité sociale (notamment la CADES, l'UNEDIC et Urssaf Caisse nationale¹), des collectivités locales (bloc communal, départements, régions) et des organismes divers d'administration centrale (par exemple SNCF Réseau).

La définition de la dette la plus souvent utilisée est la dette au sens de Maastricht. Publiée par l'Insee, en suivant les règles fixées par le système statistique européen, c'est une dette brute, au sens où ne sont pas soustraits les actifs détenus par les administrations publiques. Par exemple, l'État possède des actifs financiers (prêt à des États étrangers, trésorerie disponible) : ceux-ci ne sont pas soustraits de la dette de Maastricht. C'est en revanche une dette consolidée des créances qu'une administration publique détient sur les autres. Ainsi, la dette au sens de Maastricht n'inclut pas les dépôts des correspondants du Trésor lorsque ces correspondants sont des administrations publiques (notamment les collectivités locales). De même, les titres de dette française détenus par les administrations publiques dans leur politique de placement (par exemple, le fonds de réserve des retraites ou les régimes de retraite complémentaire) sont exclus de la dette au sens de Maastricht. C'est enfin une dette nominale et non pas en valeur de marché : elle représente les sommes dues à l'échéance, laquelle va de quelques jours à 50 ans.

La dette publique française s'établit à 3 228,4 Md€ au 30 juin 2024² : elle est constituée en grande partie de titres négociables (2 889,6 Md€) pour les principaux émetteurs publics (État, CADES, UNEDIC, Urssaf Caisse nationale) mais aussi, dans une moindre mesure, de crédits (296,6 Md€, en particulier dans le secteur public local).

Conformément aux dispositions de la loi organique n° 2001-692 du 1^{er} août 2001 relative aux lois de finances, le présent rapport porte sur la dette publique d'ensemble, et analyse plus en détail la gestion de la dette de l'État.

Dans une première partie, le rapport présente les perspectives d'évolution de la dette publique à moyen terme.

Dans une deuxième partie, le rapport présente les conditions de financement de l'État.

Dans une dernière partie, le rapport analyse la soutenabilité de la dette publique française à long terme.

¹ Ex-ACOSS.

² Insee, « À la fin du deuxième trimestre 2024, la dette publique s'établit à 3 228,4 Md€ », *Information Rapide* n° 247, 27 septembre 2024.

I. Trajectoire de la dette publique

A. Trajectoire pour l'ensemble des administrations publiques

Le nouveau cadre de gouvernance économique européen³, entré en vigueur le 30 avril 2024, prévoit que chaque Etat membre, dont la France, communique un plan budgétaire et structurel national de moyen terme (PSMT). Ce plan, qui couvre la période 2025-2029, présente une trajectoire pluriannuelle de dette publique.

Pour la France, cette trajectoire est cohérente avec le projet de loi de finances 2025 pour les années 2024 et 2025. La dette au sens de Maastricht passerait de 109,9 % du PIB en 2023 à 116,4 % en 2027. Le ratio de dette amorcerait ensuite une décrue : il atteindrait 116,1 % de PIB en 2028 et 115,7 % du PIB en 2029. Ce reflux du ratio de dette publique se poursuivrait les années suivantes, conformément à la réglementation européenne qui prescrit un ajustement des finances publiques permettant d'assurer une baisse du ratio de dette jusqu'en 2041, y compris en cas de chocs économiques défavorables.

Cette baisse du ratio de dette s'explique :

- (1) d'une part, par l'amélioration continue du solde public qui repasserait sous le seuil des 3 % du PIB en 2029. En effet, le ratio de dette diminue dès lors que le déficit public passe sous le niveau du solde stabilisant la dette (cf. tableau 1). Cela explique que les efforts significatifs engagés dès 2025 ne se matérialisent pas immédiatement par une baisse du ratio de dette, puisque le déficit 2025 à 5 % du PIB est certes en fort repli, mais demeure au-dessus du solde stabilisant la dette. Ces efforts, qui seront poursuivis, ne se traduiront par une baisse du ratio de dette qu'à partir de 2028, lorsque le déficit repassera sous le seuil du solde stabilisant la dette ;
- (2) d'autre part, la préservation d'une croissance dynamique qui bénéficie des réformes favorisant l'activité économique, comme les réformes passées de l'assurance chômage ou des retraites.

³ Règlement 2024/1263 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2024 relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale et abrogeant le règlement (CE) no 1466/97 du Conseil

Tableau 1 : Prévisions du ratio d'endettement des administrations publiques

(Points de PIB)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ratio d'endettement au sens de Maastricht (1)	111,2	109,9	112,9	114,7	115,9	116,5	116,1	115,8
Croissance nominale du PIB (en %) (2)	5,9	6,3	3,5	2,9	3,0	3,1	3,1	2,7
Solde stabilisant le ratio d'endettement (hors flux de créance) (3) $n \approx - (1)n-1 \times (2)n$	-6,3	-6,6	-3,7	-3,2	-3,3	-3,4	-3,6	-3,0
Solde effectif (4)	-4,7	-5,5	-6,1	-5,0	-4,6	-4,0	-3,3	-2,8
Écart au solde stabilisant le ratio d'endettement (5) = (4) - (3)	1,5	1,1	-2,4	-1,8	-1,3	-0,6	0,2	0,2
Flux de créances (6)	0,0	-0,2	0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Variation du ratio d'endettement (7) = (6) - (5)	-1,5	-1,3	3,0	1,8	1,2	0,5	-0,3	-0,3

Lecture : la variation de la dette en points de PIB résulte de deux contributions : d'une part, de l'écart entre le solde public effectif et le solde stabilisant la dette (5) et, d'autre part, des flux de créances de l'année (6). Les flux de créances sont des opérations neutres sur le déficit en comptabilité nationale, mais qui ont un effet sur le niveau de la dette (par exemple, les prêts accordés par les administrations publiques à des entités hors des administrations publiques). Ils permettent ainsi de réconcilier l'évolution de la dette avec le cumul des besoins de financement en comptabilité nationale (cf. aussi encadré n°2).

En fin d'année 2023, le niveau de dette publique s'est établi à 3 101,4 Md€, soit 109,9 % du PIB, selon les derniers chiffres publiés par l'Insee.

En 2024, le ratio d'endettement augmenterait pour atteindre 112,9 % du PIB en fin d'année, soit une augmentation de 3 points de PIB par rapport à 2023. Cette augmentation serait due :

- d'une part, à la dégradation du déficit qui passerait de 5,5 % du PIB à 6,1 % ;
- d'autre part, à une croissance en valeur moins dynamique (3,5 % en 2024 contre 6,3 % en 2024) du fait du reflux de l'inflation (déflateur du PIB plus faible), ce qui conduit à une hausse du solde stabilisant de 2,9 points de PIB.

La conjugaison de ces deux facteurs explique que le solde public s'écarte de 2,4 points du solde stabilisant la dette, conduisant à une hausse du ratio de dette de même ampleur.

Par ailleurs, les flux de créances participeraient à la hausse du ratio de dette en 2024 à hauteur de 0,6 point de PIB, en raison des décotes à l'émission observées en période de taux plus élevés que par le passé et des prises de participation de l'Etat.

En 2025, le ratio de dette publique augmenterait plus modérément en raison de l'amélioration du

solde public. Il augmenterait de 1,8 point pour atteindre 114,7 % du PIB. Cette hausse plus modérée résulte d'un solde public qui bien que demeurant inférieur au solde stabilisant la dette, s'en rapproche à la faveur des efforts engagés dans le cadre du PLF 2025.

Entre 2025 et 2027, la hausse du ratio de dette continuerait de s'estomper progressivement au fur et à mesure que les efforts de consolidation des comptes publics permettraient d'améliorer le solde public et de réduire l'écart avec le solde stabilisant la dette.

A partir de 2028, horizon auquel le solde public passerait au-dessus du solde stabilisant la dette, le ratio de dette refluerait.

Les flux de créances contribueraient marginalement à la variation du ratio de dette à moyen terme, en raison notamment pour 2026 du décalage comptable sur les recettes issues du financement européen du plan de relance.

Entre 2024 et 2029, la charge de la dette augmenterait continûment en raison principalement des effets progressifs de la hausse passée des taux d'intérêt sur l'encours et ce malgré la baisse du ratio de dette à partir de 2028.

Tableau 2 : Charge de la dette des administrations publiques

(En points de PIB)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques	1,9	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0	3,1
Charge de la dette de l'Etat	1,7	1,4	1,6	1,8	2,1	2,4	2,5	2,7

Encadré 1 : Définition de la dette au sens de Maastricht

La dette au sens de Maastricht couvre trois passifs financiers de l'ensemble des administrations publiques : les numéraires et dépôts, les titres de créances et les crédits. C'est une **dette brute, consolidée et exprimée à sa valeur de remboursement**, définie sur des concepts du Système européen de comptes nationaux (SEC 2010).

La dette au sens de Maastricht, ou dette publique notifiée⁴, couvre l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux : l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les administrations publiques locales (APUL) et les administrations de sécurité sociale (ASSO).

La dette au sens de Maastricht ne comprend pas l'ensemble des passifs financiers. En sont exclus les produits financiers dérivés, les intérêts courus non échus ainsi que les autres comptes à payer.

C'est une dette **brute** au sens où l'on ne soustrait pas aux éléments de passifs les actifs financiers des administrations publiques.

Elle est **consolidée** : sont donc exclus du calcul de la dette les éléments de dette d'une administration détenus par une autre administration. C'est le cas par exemple des dépôts des administrations publiques au Trésor.

La dette au sens de Maastricht est **évaluée en valeur nominale**, c'est-à-dire à la valeur de remboursement du principal. Ainsi, les intérêts courus non échus ou les fluctuations des cours des titres ne sont pas compris dans l'évaluation des instruments, alors que la réévaluation de la valeur de remboursement des titres indexés sur l'inflation (OATi, OAT€i et CADESi) est prise en compte.

La dette au sens de Maastricht est définie par l'article 126 du traité de Maastricht, puis complétée par le règlement 479/2009 et le protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs annexé à la version consolidée du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne.

Source : Insee

⁴ La dette publique est notifiée chaque année à la Commission Européenne.

Encadré 2 : La dynamique de la dette publique et le solde stabilisant

En milliards d'euros, la dette progresse avec les déficits et diminue lorsque des excédents sont réalisés. **Seul l'équilibre des finances publiques permet de stabiliser la dette en euros courants.**

Il est cependant d'usage de regarder l'évolution du ratio de dette publique par rapport au PIB. Ce ratio permet de comparer l'endettement avec un indicateur de richesse produite. Ce ratio s'établit à 109,9 points de PIB en 2023.

Comme le PIB croît en moyenne chaque année, **il est possible de stabiliser le ratio de dette avec un déficit limité.** En effet, la dette publique peut progresser mais si elle progresse moins que l'activité, le ratio de dette diminue.

On appelle communément « solde stabilisant la dette » le solde limite qui permet au ratio de dette publique de ne pas augmenter.

Mathématiquement, le solde stabilisant la dette est proche de l'opposé du produit entre le ratio de dette de l'année précédente et la croissance en valeur^(a). Quand la croissance nominale est positive (ce qui est le cas la plupart du temps), ce solde est négatif. À titre d'exemple, lorsque la croissance est élevée, comme c'était le cas en 2021, le solde stabilisant la dette peut être très négatif (-8,4 points de PIB), ce qui permet une réduction du ratio de dette malgré un déficit élevé (-6,6 points de PIB).

L'écart du solde public au solde stabilisant la dette est donc le principal facteur qui explique les fluctuations du ratio de dette publique. D'autres facteurs peuvent jouer comme les décalages comptables ou les opérations financières (réduction ou augmentation de la trésorerie de l'État, achat ou vente de titres financiers comme action, obligation, prêt ou remboursement de prêt). En effet, ces opérations n'ont pas d'impact en général sur le solde public au sens de Maastricht mais peuvent augmenter ou diminuer les besoins de financement et donc la dette publique. Ces opérations conduisent à des écarts entre l'évolution de la dette et du solde public, appelés « flux de créances » ; leur impact est en général quantitativement limité par rapport à l'écart au solde stabilisant.

L'analyse précédente fondée sur l'écart au solde stabilisant la dette peut être complétée par une analyse de l'évolution du ratio de dette au regard du taux de croissance, du taux d'intérêt et du solde public primaire (solde public duquel est soustraite la charge d'intérêt). Ainsi, à taux de croissance inchangé, une hausse du taux d'intérêt apparent rehausse le niveau de solde primaire nécessaire pour stabiliser le ratio de dette. Ce dernier solde est appelé solde primaire stabilisant la dette. Autrement dit, dans cette hypothèse, une hausse des taux d'intérêt exige des efforts supplémentaires de consolidation des comptes publics pour atteindre une cible donnée de ratio de dette publique.

Mathématiquement, le solde primaire stabilisant la dette est proche du produit du ratio de dette de l'année précédente et de la différence entre le taux d'intérêt apparent du stock de dette et du taux de croissance en valeur^(b). Le taux d'intérêt apparent est le taux d'intérêt moyen des encours constituant la dette.

(a) Plus précisément, la formule exacte est $\text{solde stabilisant}_{t+1} = -\frac{g_{t+1}}{1+g_{t+1}} \frac{D_t}{\text{PIB}_t}$ avec g_t la croissance du PIB en valeur à t et D_t la dette publique en euros courants à t .

(b) Plus précisément, la formule exacte est $\text{solde primaire stabilisant}_{t+1} = \left(\frac{r_{t+1} - g_{t+1}}{1+g_{t+1}} \right) * \frac{D_t}{\text{PIB}_t}$

avec g_t la croissance du PIB en valeur à t , D_t la dette publique en euros courants à t et r_t le taux d'intérêt apparent de la dette publique à t .

B. Dette par sous-secteurs de comptabilité nationale

La décomposition de la dette publique par sous-secteur a pour objectif de permettre de calculer les contributions de chaque sous-secteur au ratio de dette publique. La contribution d'un sous-secteur est égale à la totalité de ses dettes, diminuée des éléments dont le créancier est une autre administration publique. Cette diminution est désignée par le terme de consolidation de la dette au sein des administrations publiques. Ainsi, la somme des contributions des sous-secteurs est égale à la dette publique totale. Par exemple, lorsqu'une administration acquiert des titres d'État, la contribution de l'État à la dette publique se réduit, alors que la dette de l'État reste inchangée. De même lorsqu'une administration dépose ses liquidités sur le compte unique du Trésor, la dette de l'État s'accroît, mais pas la contribution de l'État à la dette publique.

L'endettement des administrations publiques est essentiellement porté par l'État et, dans une moindre mesure, par les administrations de sécurité sociale (ASSO) et les administrations publiques locales (APUL). Concernant l'État, la majorité de la dette est constituée de la dette négociable, gérée par l'Agence France Trésor. Au 30 juin 2024, la dette consolidée de l'État s'élève à 2 627,9 Md€⁵ pour un encours de dette négociable de 2 544 Md€ (dont 293 Md€ de titres indexés)⁶. Les organismes divers d'administration centrale (ODAC) ont interdiction de s'endetter à plus de douze mois, sauf exception déterminée par la loi (article 12 de la loi de programmation des

finances publiques du 28 décembre 2010). La dette de SNCF Réseau, qui a été intégrée à la dette publique à la suite du reclassement de l'entreprise au sein des administrations publiques, représente la majeure partie de la dette des ODAC. Concernant les APUL, la dette s'élève à 250,9 Md€ au 30 juin 2024⁵. Concernant les ASSO, la dette s'élève à 280,5 Md€ au 30 juin 2024⁵. La dette des ASSO est principalement portée par la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), l'UNEDIC et l'Urssaf Caisse nationale (ex-Acoss).

En 2024 et en 2025, les administrations publiques centrales (APUC) verraient leur contribution au ratio d'endettement augmenter, malgré les efforts conséquents en dépense réalisés par l'État, notamment l'annulation de 10 Md€ de crédits dès la gestion 2024 et la poursuite des efforts en 2025. De leur côté, les administrations publiques locales (APUL) verraient leur contribution au ratio d'endettement augmenter sur deux ans tandis que les administrations de Sécurité sociale (ASSO) observeraient un reflux de leur contribution au ratio d'endettement en raison de l'amélioration de leur solde, dans un contexte marqué par le partage de l'effort entre l'ensemble des administrations publiques, ainsi que le prévoient les projets de lois de finances et de financement de la sécurité sociale (PLF et PLFSS) 2025.

⁵ Insee, « À la fin du deuxième trimestre 2024, la dette publique s'établit à 3 228,4 Md€ », *Information Rapide* n° 247, 27 septembre 2024.

⁶ Agence France Trésor, Bulletin mensuel n°410, juillet 2024.

Tableau 3 : Prévion d'évolution du ratio d'endettement par sous-secteur des administrations publiques

(Points de PIB)	2022	2023	2024	2025
Ratio d'endettement au sens de Maastricht	111,2	109,9	112,9	114,7
dont contribution des administrations publiques centrales (APUC)	91,8	91,7	94,6	96,3
dont contribution des administrations publiques locales (APUL)	9,2	8,9	9,3	9,8
dont contribution des administrations de sécurité sociale (ASSO)	10,2	9,3	9,1	8,7

C. Scénario macroéconomique sous-jacent à la trajectoire prévisionnelle

L'activité en France augmenterait de +1,1 % en 2024 et de +1,1 % également en 2025.

En 2023, la croissance du PIB s'est établie à +1,1 %⁷. Elle a en particulier été soutenue par des exportations en hausse marquée, un investissement des entreprises toujours dynamique et une consommation des ménages en progression modérée.

En 2024, la croissance (+1,1 %) resterait solide, malgré un contexte international relativement peu porteur et l'effet du resserrement monétaire passé. L'inflation diminuerait à +2,1 % en moyenne annuelle.

À l'issue du 2^e trimestre 2024, l'acquis de croissance s'élève à +0,9 %. L'activité est essentiellement soutenue par le commerce extérieur et la demande publique, alors que l'épargne des ménages demeure significativement au-dessus de son niveau avant crise et l'investissement privé est pénalisé par l'impact du resserrement monétaire passé.

Au 3^e trimestre, l'activité devrait accélérer grâce à l'effet comptable (enregistrement des ventes de billets et de droits audiovisuels) et économique des Jeux olympiques et paralympiques sur l'activité. La

confiance des ménages, qui avait atteint des niveaux exceptionnellement bas au début 2023, poursuit son redressement, ce qui suggère une consommation mieux orientée au 2^e semestre. Les climats des affaires ont connu de fortes variations au cours des derniers mois, en partie en raison de l'incertitude liée à la situation politique à l'été en France. Prises globalement, les enquêtes publiées en septembre vont dans le sens d'une croissance légèrement inférieure à la moyenne pour les mois à venir.

L'inflation, au sens de l'IPC, a poursuivi son reflux en 2024, et s'établirait à +2,1 % en moyenne annuelle (après +4,9 % en 2023). Les prix des services resteraient dynamiques, sans accélérer pour autant, les hausses passées de salaires continuant de se transmettre progressivement aux prix. Les indicateurs avancés, comme les prix de production et d'importation, suggèrent une stabilisation des produits alimentaires et manufacturés. Les prix de l'énergie ralentiraient, notamment du fait de la baisse des prix de produits pétroliers.

La masse salariale augmenterait de +2,9 % en 2024. L'emploi salarié marchand non agricole progresserait de +0,3 %⁸ en moyenne annuelle et le salaire moyen par tête de +2,8 %.

La croissance mondiale atteindrait +3,2 % en 2024, un rythme similaire à celui de 2023⁹. Après avoir

⁷ Corrigé des jours ouvrables. Hors cette correction, la croissance du PIB s'est élevée à +0,9 % en 2023.

⁸ Au sens des Estimations d'emploi de l'Insee, qui diffère légèrement de l'emploi en comptabilité nationale.

⁹ Cf. « Perspectives mondiales à l'automne 2024 : entre assouplissement monétaire et tensions géopolitiques », Trésor-Éco n°349, DG Trésor, septembre 2024.

été limitée en 2023 (+0,5 %), la croissance en zone euro serait un peu plus allante en 2024 (+0,8 %), à la faveur de la baisse de l'inflation, avec toutefois des écarts importants de dynamique entre les grands pays de la zone. La croissance encore modeste de l'activité des principaux partenaires commerciaux de la France – en particulier l'Allemagne – limiterait la hausse de la demande mondiale à +0,9 %.

En 2025, la croissance s'élèverait de nouveau à +1,1 %, mais serait essentiellement tirée par la demande intérieure privée. L'inflation passerait sous les 2 %, à 1,8 % en moyenne annuelle.

L'activité en 2025 serait majoritairement portée par l'accélération de la consommation des ménages, grâce au reflux confirmé de l'inflation et aux gains passés et présents de pouvoir d'achat. Cela permettrait une baisse modérée du taux d'épargne, qui resterait toutefois encore très supérieur à sa moyenne historique. Après une diminution marquée en 2024, l'investissement des ménages et des entreprises augmenterait légèrement, profitant de l'amélioration des conditions financières. L'environnement international serait plus porteur, permettant aux exportations d'accélérer. Ces facteurs de soutien permettraient d'amortir l'impact sur l'activité du redressement budgétaire, tout comme le ciblage des mesures sur les dépenses jugées inefficaces et sur les agents ayant une plus forte capacité contributive.

L'inflation continuerait sa baisse en 2025, à +1,8 % en moyenne annuelle, et serait à cet horizon essentiellement tirée par les prix des services, lesquels accéléreraient sous l'effet des revalorisations de certains tarifs médicaux. Les prix alimentaires seraient globalement stables et les prix de l'énergie orientés à la baisse, tout particulièrement les prix de l'électricité. Le prix des produits manufacturés connaîtrait un léger rebond, sous l'hypothèse d'une transmission aux prix à la consommation des hausses de coût du fret maritime.

La masse salariale décélérerait très légèrement en 2025 (+2,8 %). L'emploi salarié marchand non agricole n'augmenterait que de +0,1 % en moyenne annuelle, reflétant un rattrapage partiel des pertes de productivité de crise, et le salaire moyen par tête

ralentirait légèrement (+2,7 %), mais moins fortement que les prix.

La croissance mondiale augmenterait en 2025 (+3,4 %). Elle retrouverait ainsi son rythme de croissance de la fin des années 2010 (+3,4 % en moyenne 2015-2019), soutenue par l'assouplissement monétaire. La croissance serait également plus franche en zone euro (+1,4 %). Cette accélération de l'activité, notamment chez les principaux partenaires de la France, se traduirait par une accélération de la demande mondiale (+3,6 %).

Les prévisions de croissance pour la France sont identiques à celles du Consensus des économistes.

En 2024, la prévision de croissance du Gouvernement à +1,1 % est identique à celles publiées en septembre par l'Insee, la Banque de France, l'OCDE et le Consensus des économistes. Les prévisions de juillet du FMI (+0,9 %) et de mai de la Commission européenne (+0,7 %) n'intègrent pas l'acquis de croissance à l'issue du 2^e trimestre (+0,9 %) et apparaissent désormais datées.

Pour 2025, la prévision du Gouvernement (+1,1 %) est identique à celle du Consensus de septembre. Elle se situe un peu au dessous de celle de l'OCDE (1,2 %) et de la Banque de France (+1,2 %). Pour 2026, la prévision du Gouvernement est légèrement inférieure à celle de la Banque de France et du FMI (+1,4 %, contre +1,5 %).

A moyen terme, le desserrement monétaire, dans le sillage du retour à la normale de l'inflation, et un rythme d'ajustement budgétaire plus modéré permettraient à la croissance de dépasser son potentiel : le PIB progresserait de +1,4 % en 2026, puis +1,5 % en 2027 et 2028, année de fermeture de l'écart de production.

Ce rythme de croissance est cohérent avec l'existence de capacités de rattrapage de l'économie française. L'activité serait en particulier soutenue par le reflux progressif du taux d'épargne qui soutiendrait la consommation des ménages alors que l'investissement profiterait notamment du rebond de l'immobilier après un cycle baissier.

À partir de 2026, l'inflation serait de +1,75 %, un niveau compatible avec la cible d'inflation pour la zone euro de la Banque centrale européenne.

La croissance potentielle s'élèverait à +1,2 % sur 2023-2028, réestimée avec les comptes nationaux en nouvelle base 2020 publiés par l'Insee en mai 2024.

D. Evolution de la dette sur longue période et comparaison internationale

Evolution de la dette publique française sur longue période

Entre 2007 et 2017, le ratio de dette publique française a connu une croissance continue, passant de 65,5 % à 98,7 % du PIB. Cette augmentation de plus de 33 points de PIB s'explique par la succession des déficits, qui résultent en partie des crises, notamment la crise financière de 2008 et la crise des dettes souveraines européennes.

Entre 2017 et 2019, le ratio de dette a amorcé une décrue : la dette publique s'établissait à 98,5 % du PIB en 2018 et 98,1 % en 2019. Cela témoigne de la maîtrise de la dynamique d'endettement sur la période 2017-2019, avant le déclenchement de la crise sanitaire.

En 2020, la France a fait le choix d'un soutien budgétaire rapide et massif pour protéger les ménages et les entreprises face à la crise sanitaire. Le déficit public a ainsi atteint 8,9 % du PIB, après 2,4 % en 2019. Cette forte augmentation du déficit reflète notamment la baisse de l'activité avec une croissance de -7,4 % en volume, et l'impact sur le solde public des mesures de soutien d'urgence adoptées face à la crise sanitaire et économique, pour un impact total de 70 Md€ cette année-là.

En conséquence, le ratio d'endettement a connu une augmentation substantielle en 2020, pour atteindre 114,8 % du PIB. Cette augmentation importante résulte principalement de deux effets : d'une part, le creusement inédit du déficit 2020, et d'autre part la contraction du PIB qui augmente mécaniquement le ratio. Dans une moindre mesure, les flux de créances ont également contribué à cette hausse, notamment par

une accumulation de trésorerie des administrations publiques comptabilisée dans la dette de Maastricht qui est un concept de dette brute.

En 2021, le déficit public s'est établi à 6,6 % du PIB (après 8,9 % du PIB en 2020). Cette amélioration s'explique principalement par le rebond de l'activité économique (+6,9 % en volume). Néanmoins, le solde public est resté dégradé en raison d'un niveau encore élevé des mesures de soutien d'urgence, rendu nécessaire par la situation sanitaire encore difficile, et des mesures du plan France Relance. Ainsi, le ratio de dette publique des administrations publiques au sens de Maastricht s'est établi à 112,7 % du PIB, en diminution par rapport à 2020. Cette diminution est principalement due à la vigueur de la reprise : en effet, du fait de la croissance nominale dynamique (+8,2 %), le déficit public s'est établi en deçà du niveau stabilisant le ratio de dette, malgré son niveau élevé. Le ratio de dette publique a ensuite reculé jusqu'en 2023 pour atteindre 109,9 %, notamment en raison du dynamisme de la croissance nominale (+6,3 % en 2023). Le ratio de dette augmenterait en 2024 pour atteindre 112,9 %, en raison d'une dégradation du déficit public et d'une croissance nominale moins dynamique du fait d'un déflateur du PIB plus faible.

Comparaison internationale

Sur longue période, les ratios de dettes publiques en pourcentage du PIB des pays du G7 alternent tendances à la baisse et à la hausse, avec des ressauts brusques lors des crises ou événements majeurs de portée mondiale (Graphique 1). Lors de ces événements (guerres, crises financières, pandémie), l'augmentation du ratio de dette provient de l'effet combiné de la chute de l'activité qui pèse sur les recettes publiques et des dépenses

déployées pour faire face à l'urgence, ainsi que de l'effet dénominateur lié au choc sur le PIB.

Au niveau mondial, les deux chocs pétroliers (1973, 1978) et la fin du système de Bretton Woods (fin de la parité du dollar en or en 1971, puis la fin des systèmes de change fixe) ont provoqué une hausse de l'inflation dans les économies du G7. Ce contexte inflationniste a conduit à la hausse des taux d'intérêt avec les politiques de désinflation ce qui, combiné à la modération de la croissance (situation de stagflation), a dégradé les écarts entre taux de croissance et taux d'intérêt. Le retournement de ces écarts au cours des dé-

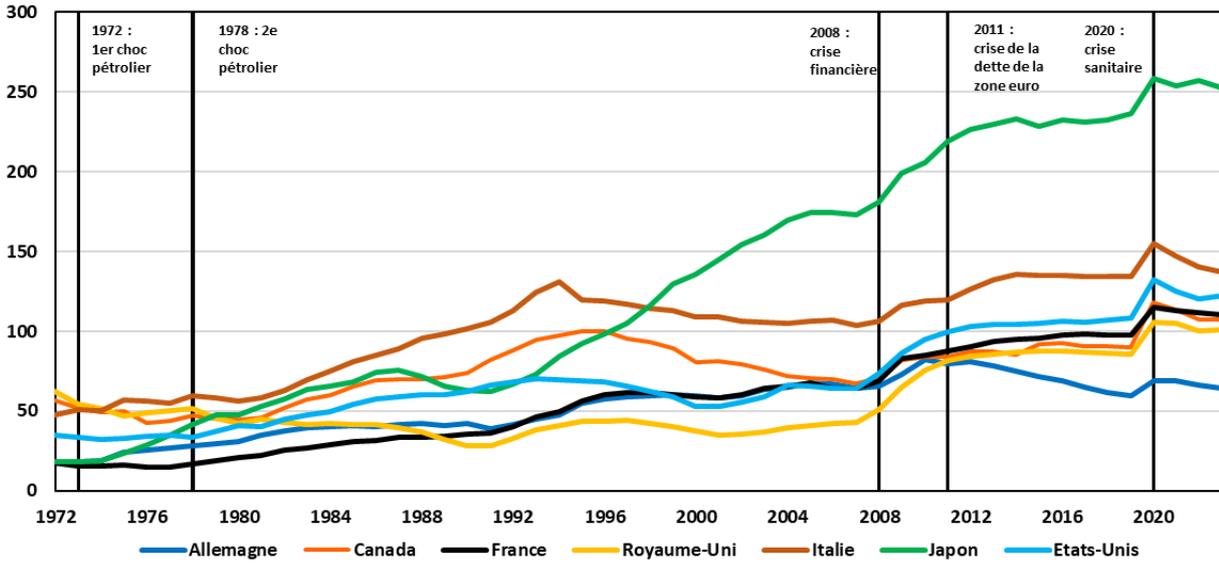
années 1970-80 a contribué à la remontée des ratios de dettes publiques sur cette période. En parallèle, les soldes primaires se sont dégradés et ont contribué eux aussi à la hausse de l'endettement public.

À la veille de la crise sanitaire, les pays du G7 avaient stabilisé leurs ratios de dettes publiques après les hausses engendrées par la crise financière de 2008, et la crise des dettes souveraines à partir de 2011 pour les pays européens. La crise sanitaire a ensuite conduit en 2020 et 2021 à des augmentations de dette publique très importantes, en partie compensées par la diminution de la dette publique en 2022-2023 dans la plupart des économies avancées (Graphique 1, Tableau 4).

Tableau 4 : Variation des ratios de dettes publiques (en points de PIB)							
	Allemagne	Canada	France	Royaume-Uni	Italie	Japon	États-Unis
2017-2019	-6	-1	-1	-1	0	5	3
2019-2021	9	23	16	20	13	18	17
2021-2023	-5	-6	-2	-4	-10	-2	-3

Sources : *Historical Public Finance Database* et base *World Economic Outlook* d'avril 2024, FMI. Calculs DG Trésor.

Graphique 1 : Dettes publiques brutes (en % du PIB)



Source : Historical Public Finance Database et base World Economic Outlook d'avril 2024, FMI. Calculs DG Trésor.

II. Conditions de financement de l'État

L'État représente 81 % de l'endettement public¹⁰. Ses conditions de financement servent de référence à celles des autres émetteurs publics. La stratégie d'émission de la dette souveraine française vise à sécuriser le financement de l'État tout en minimisant le coût.

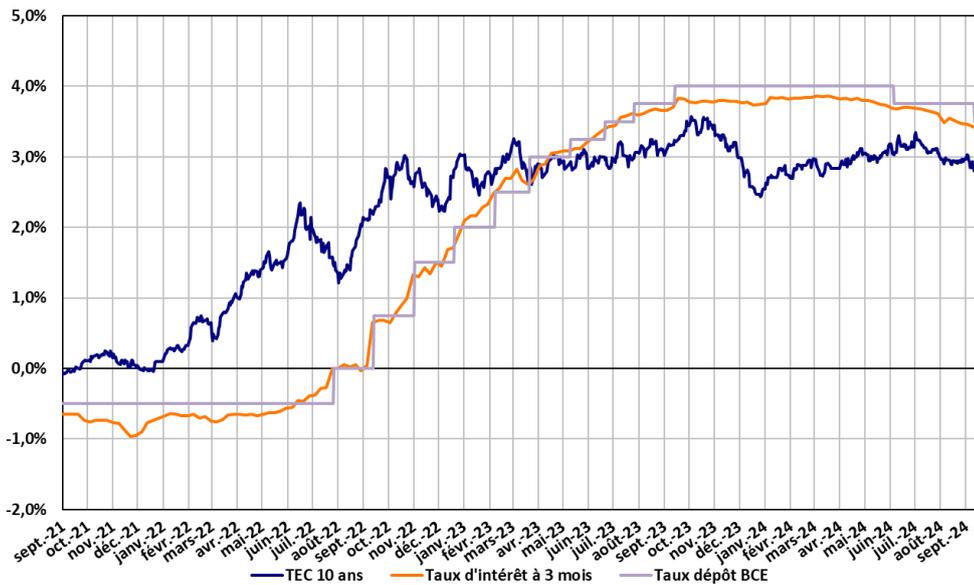
A. Les coûts de financement de l'État

Les taux auxquels l'État emprunte sont d'abord déterminés par les taux directeurs de la banque centrale. Les taux d'emprunt à court terme sont directement liés aux taux directeurs, qui guident les taux du marché monétaire. Les taux d'emprunt à long terme sont liés aux anticipations de taux directeurs futurs, les investisseurs pouvant arbitrer entre la détention d'un titre à long terme et celle

d'une succession de titres de court terme pendant la même période.

Depuis la fin de l'année 2023, les taux d'emprunt à long terme ont évolué en fonction des anticipations de baisse des taux directeurs de la BCE et des perspectives de croissance. Après une baisse prononcée fin 2023 dans le sillage de la perception d'une hausse du risque de récession en zone euro, les taux d'emprunt à long terme ont suivi une tendance haussière au premier semestre de l'année 2024 (Graphique 2) dans un contexte de résilience de l'économie européenne et de persistance non-anticipée de l'inflation, avant de baisser à l'été. Les taux d'emprunt à court terme ont diminué suite à la première baisse de taux directeurs de la BCE en juillet 2024.

Graphique 2 : Taux d'emprunt à 3 mois et à 10 ans et taux de rémunération des dépôts par la BCE



Sources : Agence France Trésor et Banque de France¹¹ (au 20 septembre 2024)

¹⁰ Au sens de la définition maastrichtienne de la dette publique, dernière donnée premier trimestre 2024.

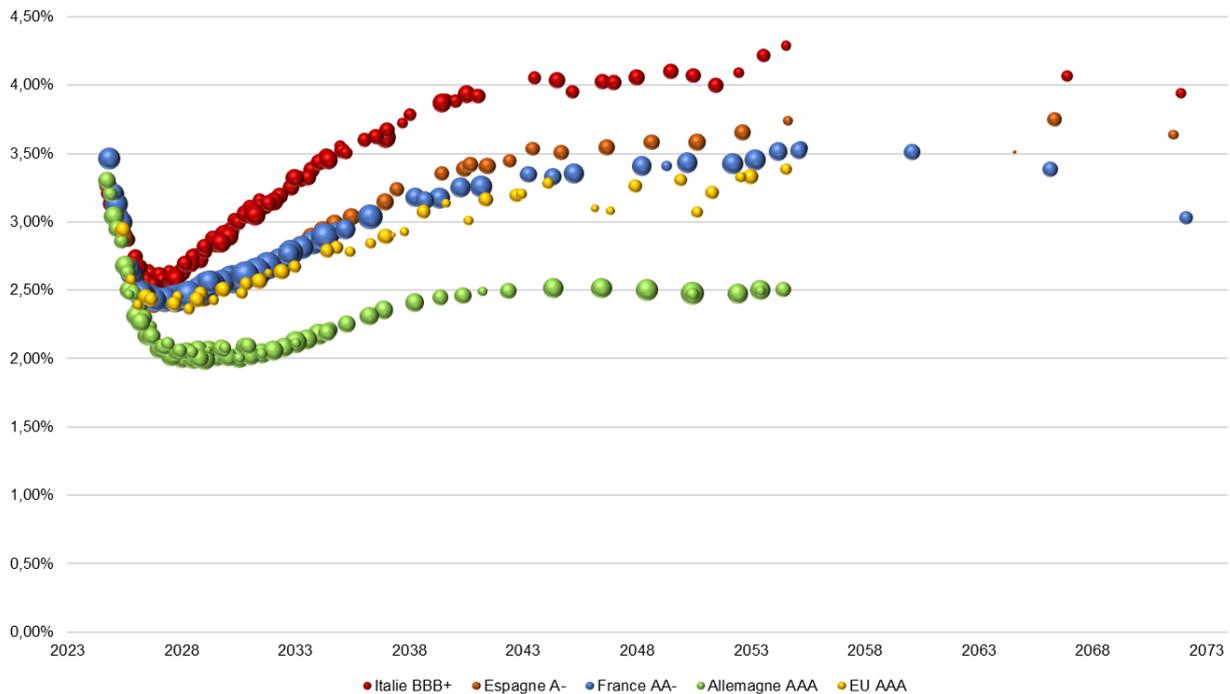
¹¹ L'indice quotidien TEC 10 ans, taux de l'échéance constante 10 ans, correspond au taux de rendement actuariel d'une valeur du Trésor fictive dont la durée de vie

serait à chaque instant égale à 10 années. Ce taux est obtenu par interpolation linéaire entre les taux de rendement actuariels annuels des deux valeurs du Trésor qui encadrent au plus proche la maturité 10 ans.

Les taux auxquels emprunte un État dépendent aussi de l'appréciation de son crédit par les investisseurs. Ainsi les principaux États de la zone euro ont des conditions de financement différentes

(Graphique 3). Un meilleur crédit permet, toutes choses égales par ailleurs, d'emprunter à taux plus bas et de réduire la charge de la dette.

Graphique 3 : Taux de rendement des titres allemands, italiens, espagnols et français



Source : Agence France Trésor (20 septembre 2024).

Les agences de notation attribuent des notes pour évaluer le crédit des émetteurs. Dans le cas de l'État, ces notes ne sont pas attribuées à la demande de l'émetteur mais à l'initiative des agences elles-mêmes. À la date de rédaction du rapport, la France est notée à long terme AA-perspective stable par S&P ; Aa2 perspective stable par Moody's ; AA- perspective stable par Fitch ; AA-high perspective stable par DBRS ; AA perspective négative par Creditreform ; AA perspective négative par Scope ; AA perspective stable par KBRA ; AAA perspective stable par JCRA ; AAA perspective stable par R&J.

Les agences annoncent tous les ans les dates auxquelles elles sont susceptibles de publier une révision des notations. Parmi les créneaux qui demeurent en 2024 figurent notamment ceux de Fitch le 11 octobre, de Scope le 18 octobre, de Moody's le 25 octobre et Standard & Poor's le 29 novembre.

En 2024, la notation assignée à la France a été abaissée de AA perspective négative à AA- perspective stable par l'agence S&P.

Encadré 3 : Evolution des écarts de taux (spreads) européens en 2024

L'année 2024 s'est ouverte dans un contexte d'anticipations de baisses de taux de la BCE rapides et répétées sur toute l'année 2024 en raison (i) de perspectives de croissance dégradées (en particulier en Allemagne) et (ii) de l'amorce du processus désinflationniste qui devait ramener l'inflation au niveau de la cible de la BCE dans le courant de l'année 2024. Au début du mois de janvier 2024, les anticipations implicites de baisses de taux de la BCE intégraient ainsi 6 baisses de taux directeurs (de 25 points de base - pb) selon les anticipations de marché sur l'année 2024. Dans les faits, la croissance économique s'est montrée plus résiliente qu'attendu en zone euro au cours du premier semestre 2024 et le processus désinflationniste a ralenti, en raison, notamment, de la persistance de l'inflation dans le secteur des services, de sorte que les anticipations de baisses de taux de la BCE ont diminué.

Ce report des anticipations de baisses de taux a pesé sur le taux de rendement obligataire à 10 ans (qui sert de référence lorsque l'on parle de taux d'endettement souverain) des pays dits « cœurs » de la zone euro, qui ont progressé entre le 1^{er} janvier et la fin du mois d'août (+12 pb en Allemagne, +13 pb aux Pays-Bas et en Belgique, +11 pb en Autriche). Dans les pays qualifiés de périphériques (Italie, Espagne, Portugal, Grèce notamment), le taux de rendement obligataire à 10 ans a baissé ou a moins augmenté que dans les pays cœurs de sorte que les écarts de taux (spreads) de rendement à 10 ans de ces pays vis-à-vis de l'Allemagne se sont resserrés depuis le début de l'année : sur la même période, l'écart de taux Italie-Allemagne a reculé de -25 pb, l'écart de taux Espagne-Allemagne de -17 pb, l'écart de taux Portugal-Allemagne de -18 pb et l'écart de taux Grèce-Allemagne de -5 pb. Ce resserrement des spreads peut s'expliquer par les efforts de maîtrise de leurs comptes publics démontrés par ces pays, qui se sont traduits par une amélioration de leur crédit tel qu'apprécié par les agences de notation.

L'évolution du taux de rendement à 10 ans de la France depuis le début de l'année 2024 a suivi une trajectoire singulière : il a en effet enregistré une forte hausse (+28 pb au 20 septembre par rapport au début de l'année) sous la conjugaison de deux facteurs : (i) le report des anticipations de baisses de taux de la BCE jusqu'en mars et (ii) la hausse de la prime de risque. Cette hausse de la prime de risque s'est réalisée en trois étapes. Le premier mouvement d'écartement a eu lieu à la fin du 1^{er} trimestre et s'explique par la publication de chiffres de déficit et de dette de 2023 plus dégradés qu'attendu et par la présentation de prévisions de finances publiques révisant à la hausse la trajectoire de déficit et de dette par rapport à la précédente trajectoire pluriannuelle. Un deuxième mouvement d'écartement a eu lieu à partir du mois de juin, dans un contexte d'incertitude suite aux élections législatives anticipées ; dans un troisième temps, la dégradation du déficit 2024 a contribué à peser sur le spread.

Encadré 4 : Notations d'agence et rendements souverains

Les agences de notation résument par une note leur appréciation du risque de non remboursement de ses obligations par un emprunteur. Dans le cas de l'évaluation du risque de défaut d'un emprunteur souverain, leur méthodologie repose sur un modèle d'évaluation du risque de défaut qui intègre, en règle générale, plusieurs volets relatifs à l'économie, en particulier : soutenabilité de la dette, trajectoire des finances publiques, perspectives de croissance, stabilité politique, politique monétaire, comptes extérieurs, etc. Cette évaluation est rendue publique dans une note argumentée.

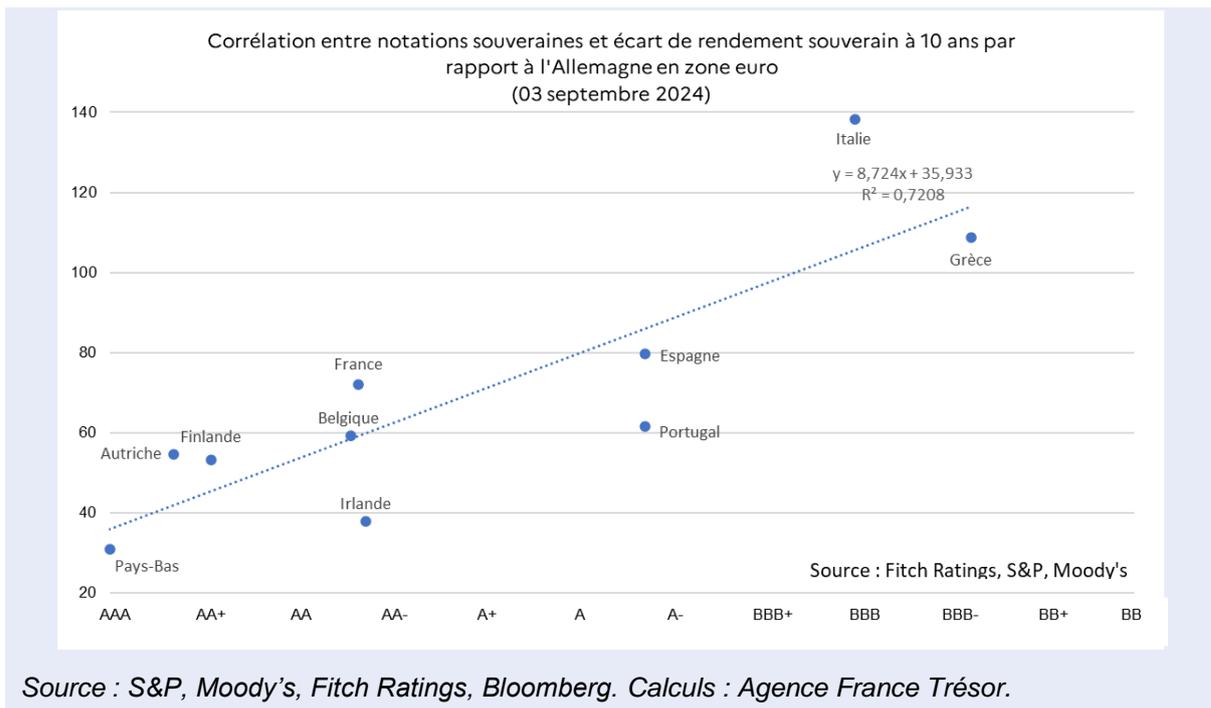
Les notations d'agence s'inscrivent dans une échelle qualitative qui va généralement de AAA (solvabilité parfaite) à D (défaut), en passant par BBB et CCC qui indiquent des risques de non remboursement moyen et élevé. La note intermédiaire BBB- trace la frontière entre les titres évalués comme « investissables », c'est-à-dire présentant un risque de défaut relativement modéré, et « spéculatives » (notes BB+ et inférieures), c'est-à-dire présentant un risque de défaut relativement élevé. Cette échelle de notation est complétée par des perspectives d'évolution de la notation indiquant la trajectoire vraisemblable de la notation en cas de statu quo, toutes choses égales par ailleurs, sur les variables identifiées et surveillées par les agences.

Les notations d'agences sont un des multiples éléments pris en compte par la plupart des investisseurs en vue de déterminer le risque d'un titre. Par ailleurs, les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les gérants d'OPCVM sont soumis à des règles de détention d'obligations et de titres appuyées sur les notations des agences définies par les régulateurs, une dégradation pouvant les conduire à devoir réglementairement se séparer des titres concernés. Par ailleurs, les accords de Bâle font reposer la pondération des actifs pour déterminer le capital réglementaire des banques sur les notations des agences.

Le rendement à long terme d'un titre de dette souveraine est déterminé par l'équilibre entre l'offre et la demande pour ce titre sur les marchés obligataires et reflète la rémunération supplémentaire que les agents à capacité de financement exigent pour accepter de financer les souverains concernés jusqu'à la maturité du titre. Ce rendement peut se décomposer en trois blocs : le niveau des taux directs au moment de l'émission du titre, la trajectoire anticipée des taux courts futurs et une prime de terme. Alors que l'évolution des taux courts est déterminée par la trajectoire anticipée de la politique monétaire, la prime de terme dépend de deux facteurs : la préférence pour la liquidité des agents et la prime de risque de défaut.

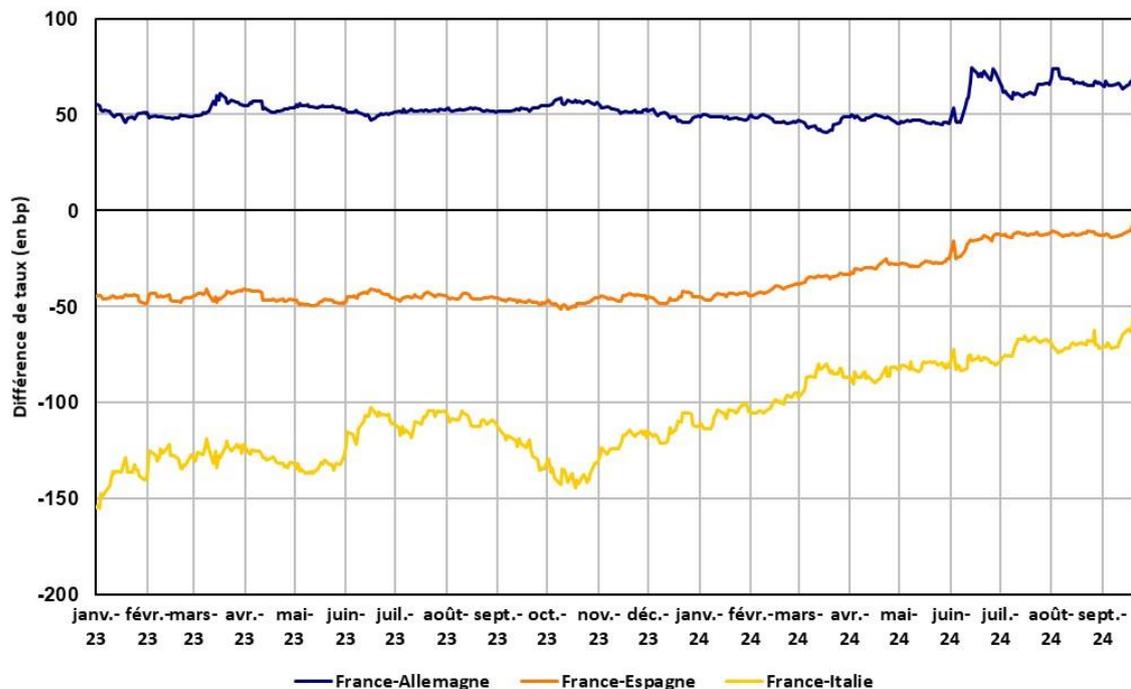
Le premier facteur s'explique par le fait que les agents à capacité de financement préfèrent voir leurs fonds investis à court terme et exigent donc un surplus de rendement pour bloquer leur liquidité sur une plus longue période. Le second facteur s'explique par le fait que le risque de ne pas recouvrer la valeur initiale des fonds prêtés, en cas de défaut, augmente mécaniquement avec la durée du titre.

L'évolution de la notation des agences, d'une part, et la prime de risque propre au pays noté, approximée en zone euro par l'écart entre le taux de rendement de l'obligation souveraine d'un pays à celui de l'Allemagne de même maturité (généralement 10 ans), d'autre part, doivent théoriquement converger. Cette convergence est a priori d'autant plus forte que les investisseurs intègrent les notations d'agence dans leur évaluation du risque de défaut des entités souveraines. C'est ce que tend à confirmer la corrélation empirique observée en zone euro sur le graphique ci-dessous.



Si les agences actualisent leur notation périodiquement, généralement en suivant le calendrier communiqué l'année précédente, l'appréciation par les investisseurs du risque de crédit de l'émetteur évolue chaque jour (Graphique 4).

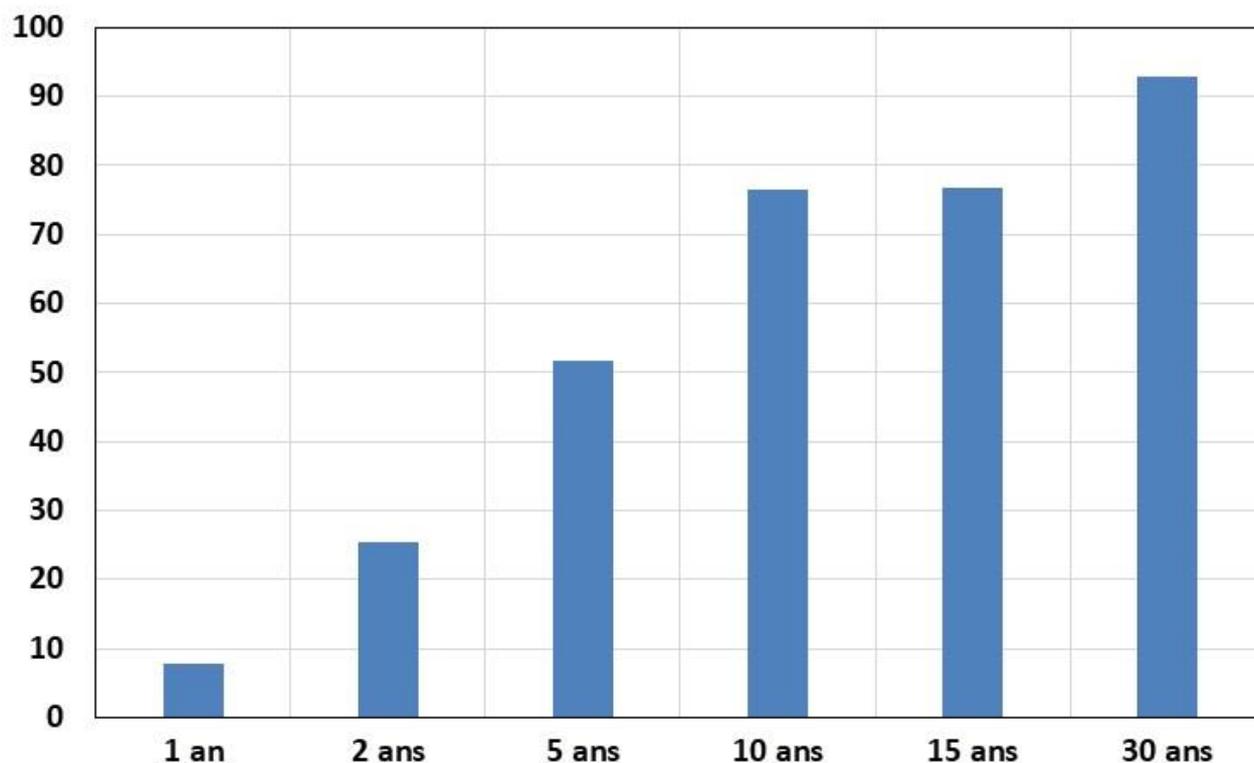
Graphique 4 : Différence de taux d'intérêt à 10 ans de la France avec l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie



Source : Agence France Trésor, au 20 septembre 2024.

L'écart de taux entre la France et l'Allemagne augmente avec la maturité des emprunts (Graphique 5).

Graphique 5 : Ecart en points de base entre les taux français et allemands à différentes maturités



Source : Agence France Trésor, le 20 septembre 2024.

En dépit de la hausse des encours, la charge de la dette de l'État a diminué entre 2018 et 2020 sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt.

La remontée de l'inflation puis des taux ont inversé cette tendance à partir de 2021. En 2022, le choc d'inflation a conduit à une augmentation de la provision d'indexation (23 Md€) qui reflète la charge future d'amortissement des obligations indexées sur l'inflation, charge qui a ensuite fortement diminué en 2023 (8,5 Md€) et devrait s'établir à 5,7 Md€ en 2024.

Dans l'actualisation réalisée pour le projet de loi de finances pour 2025, la charge de la dette de

l'État est estimée à 45,8 Md€ pour 2024, en hausse de 6,8 Md€ par rapport à 2023. En effet, la hausse des taux d'intérêt et des volumes d'émission fait plus que compenser la baisse de la charge d'indexation. Ces effets devraient se poursuivre sur la période 2025-2027, avec une matérialisation progressive de la hausse passée des taux longs et des volumes d'émission sur la charge de la dette (Tableau 5).

La charge de la dette en 2023 (39,0 Md€) est proche de celle qui avait été prévue en loi de finances initiale (37,5 Md€).

Tableau 5 : Évolution de la charge de la dette de l'État sur longue période

En milliards d'euros	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Charge de la dette de l'Etat (comptabilité générale)	35,2	30,6	25,6	31,4	46,3	39,0	45,8	54,4	65,1	75,3

Source : AFT (comptabilité générale)

B. Les ressources de financement de l'État

Le tableau de financement de l'État est adopté chaque année en loi de finances (article 34 de la LOLF).

Il équilibre les besoins de financement et les ressources, composées des émissions de dette à moyen et long terme, de la variation nette de l'encours des titres d'État à court terme¹², des ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement¹³, de la variation des dépôts des correspondants au Trésor, de la variation des disponibilités du Trésor et des autres ressources de trésorerie.

Trois de ces ressources dépendent des conditions de marché. Les conditions de marché déterminent le coût des émissions de dette à moyen et long

terme comme des émissions de court terme. Elles déterminent aussi le volume des « autres ressources de trésorerie », qui retracent principalement les primes et décotes à l'émission (cf. encadré 3).

L'État émet deux types de produits de dette. Des bons à taux fixe (BTF) qui sont des titres de court terme, de maturité inférieure à 1 an. Des obligations assimilables du Trésor (OAT) qui payent un taux d'intérêt annuel (appelé « coupon ») et ont une maturité qui peut aller de 2 ans à 50 ans. Le capital de certaines OAT est indexé sur l'inflation française (OATi) ou européenne (OAT€i). Les principes et les méthodes de gestion de la dette sont détaillés dans le rapport d'activité de l'Agence France Trésor disponible sur son site internet.

¹² L'encours de titres de court terme (trois, six et douze mois) est renouvelé chaque semaine. En fin d'année, pour l'arrêt des comptes, seule la variation de l'encours par rapport à l'année précédente participe effectivement au financement de l'année. Par exemple, si l'encours de BTF est de 100 Md€ en année n, les BTF contribuent aux ressources en année n+1 si l'encours est supérieur à 100 Md€, par exemple 110 Md€, mais ils sont une

« ressource négative » (*de facto* un besoin de financement) si l'encours diminue en dessous de 100 Md€, par exemple 90 Md€.

¹³ Dont les ressources affectées à la Caisse de la dette publique dans le cadre du programme 369 « amortissement de la dette de l'État liée à la covid-19 » de la mission « Engagements financiers de l'État ».

Encadré 5 : Primes et décotes à l'émission

Les OAT sont librement échangeables sur les marchés financiers et c'est leur prix d'échange qui permet de fixer le rendement à un moment donné du titre. L'État a aussi la possibilité de réabonder une souche d'OAT existante (se caractérisant par une maturité et un coupon) par de nouvelles émissions, présentant exactement les mêmes caractéristiques. Cette méthode permet d'augmenter la liquidité du titre¹⁴.

De ce fait, il peut exister une différence entre le taux de coupon d'une OAT, qui est fixé à la création d'une souche, et son taux de rendement lors des réémissions, qui fluctue en fonction de l'équilibre entre l'offre et la demande et de facteurs liés aux conditions macroéconomiques. En particulier, lorsqu'un titre se négocie à un taux d'intérêt inférieur à son taux de coupon, le prix d'une obligation de 1€ est supérieur à 1€ (« supérieur au pair »). Inversement, si le taux de marché est supérieur au taux de coupon, le titre se négocie à un prix inférieur au pair. Lors d'une émission abondant une ancienne souche, la prime ou la décote permet de réconcilier financièrement la différence entre le taux de marché, qui fluctue en permanence, et le coupon qui est fixe.

Ainsi, lors d'une période de baisse tendancielle des taux, l'État enregistre des primes à l'émission. Il en est de même en période de taux de marché négatifs qui produisent mécaniquement des primes car les coupons ne peuvent pas, pour des raisons techniques et juridiques, être inférieurs à 0 %. Inversement, une période de hausse des taux, comme entre 2022 et 2024, entraîne des décotes.

D'un point de vue budgétaire, les primes et décotes respectivement augmentent ou réduisent les ressources de financement. Financièrement, le mécanisme est neutre car une prime encaissée par l'État se traduit par des décaissements budgétaires (coupon) plus importants sur la vie du titre et inversement. C'est pour cette raison que la comptabilité nationale retrace cet effet afin de retracer le taux économiquement acquitté au moment de chaque émission.

Le stock de primes nettes des décotes est disponible dans le compte général de l'État¹⁵ transmis au Parlement avec le projet de loi de règlement. Le passage du stock de l'année N-1 au stock de l'année N est également présenté dans le rapport d'activité de l'AFT¹⁶.

La référence de la réglementation européenne sur la mesure de la dette fixée par Eurostat¹⁷ rend les primes et décotes comparables entre pays européens.

¹⁴ Les obligations sont dites « assimilables » dans la mesure où elles peuvent être réémises avec des caractéristiques comparables à des dates différentes. C'est ce caractère assimilable qui assure la liquidité, caractéristique très recherchée par les investisseurs, des titres. Si les titres étaient émis avec des caractéristiques propres à chaque adjudication, l'encours par titre serait plus faible, ce qui augmenterait la fragmentation de la dette et donc son coût. En réémettant plusieurs fois sur la même souche, son encours peut augmenter pour garantir sa liquidité.

¹⁵ Compte général de l'État 2023, page 64, paragraphe 11.3.

¹⁶ Rapport d'activité 2023 de l'AFT, page 61.

¹⁷ *Manual on Government Deficit and Debt*, Eurostat, notamment cf. encadré 2, avant-dernier paragraphe, p. 348 du manuel de comptabilité et p. 5, point 2.

Maturité moyenne de la dette

Afin de bénéficier, dans la durée, des meilleures conditions de financement dans l'intérêt du contribuable, les émissions de l'État sont réparties entre les différentes maturités (usuellement 3 ans, 5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans, 30 ans et 50 ans, mais aussi parfois des maturités intermédiaires) en fonction de la profondeur du marché. Cette profondeur est variable en fonction du volume d'épargne cherchant à s'investir sur ces différents horizons de temps. La maturité moyenne de la dette de l'État varie donc en conséquence.

La maturité moyenne de la dette de l'État s'élève actuellement à 8,5 ans, en hausse continue depuis 2003 où elle était de 5,8 ans, soutenue par des maturités moyennes à l'émission nettement plus élevées. La maturité moyenne à l'émission des OAT était de 8,3 ans en 2003, a progressé jusqu'à 11,5 ans en 2020 et même 12,4 ans en 2021 (année de lancement d'une nouvelle OAT de maturité 50 ans) pour s'établir en septembre 2024 à 11,4 ans.

L'augmentation de la maturité moyenne des émissions reflète la politique d'émission de l'AFT qui accompagne l'évolution de la demande des investisseurs. C'est par ce biais, en offrant les produits faisant l'objet d'une demande de marché, que l'AFT réduit le risque de financement de l'État au meilleur coût.

La maturité moyenne élevée de la dette a pour effet de retarder les conséquences d'un choc de

taux sur la charge de la dette (cf. partie III – Soutenabilité de la dette).

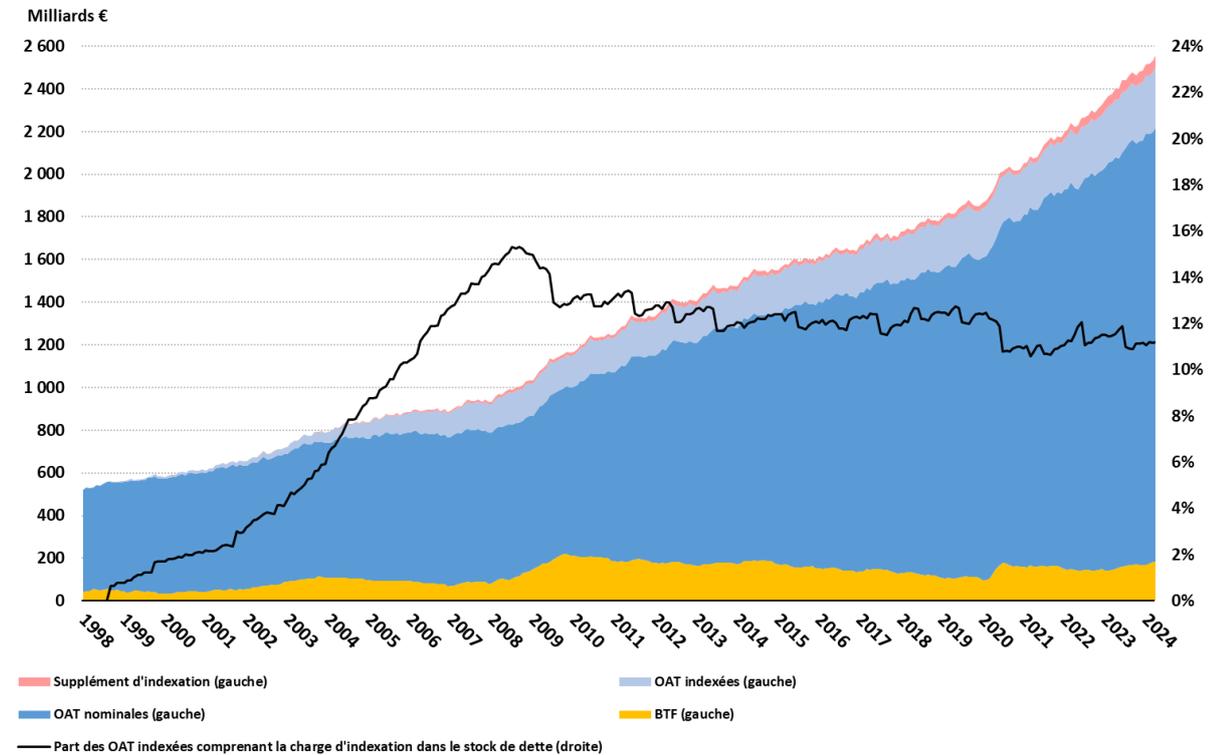
OAT indexée (« OATi » et « OAT€i »)

Depuis l'autorisation par l'article 19 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, la France émet des obligations indexées sur l'inflation. Une obligation indexée sur l'inflation est un titre de dette dont les flux financiers versés aux investisseurs dépendent de l'inflation constatée¹⁸. Le principal de l'obligation, qui doit être remboursé à échéance, augmente chaque année avec l'inflation constatée, en contrepartie de quoi le taux d'intérêt payé est plus faible. L'intérêt financier de l'émission d'obligations indexées par rapport à des obligations à taux fixe doit s'apprécier sur l'ensemble d'un cycle économique et dépend de l'écart entre les anticipations d'inflation des investisseurs à l'émission et l'inflation effectivement constatée sur la totalité de la durée des titres. Depuis 2009, l'AFT a pour stratégie d'émettre environ 10 % de son programme annuel de financement d'OAT en obligations indexées. La proportion effectivement émise varie autour de cette cible en fonction de la demande des investisseurs. Fin août 2024, l'encours des obligations indexées (hors indexation) s'élève à 58,4 Md€ d'OATi (indexées sur l'inflation française) et 164,1 Md€ d'OAT€i (indexées sur l'inflation de la zone euro), soit environ 26 % d'OATi et 74 % d'OAT€i. En intégrant la provision d'indexation, s'ajoutant au capital, la part d'obligations indexées dans l'encours de dette de l'État évolue entre 11 % et 13 % depuis dix ans (Graphique 6)¹⁹.

¹⁸ À noter que les flux versés sur une OAT à taux fixe dépendent aussi de l'inflation. Mais de l'inflation *anticipée* à la date de l'émission, figée dans le taux de rendement à l'émission, et non de l'inflation *constatée*.

¹⁹ Si l'inflation se stabilisait à long terme dans un régime d'inflation bas de 1%, ce ratio s'établirait entre 11% et 12%, et si l'inflation se stabiliserait entre 3% et 4%, ce ratio se stabiliserait entre 13% et 15%.

Graphique 6 : OAT indexées depuis 1998



Source : Agence France Trésor. Note de lecture : pour 2024, les données sont arrêtées à fin août.

Les conditions et limites du programme d'émission de titres indexés sont définies en fonction du contexte économique et financier. En France, les OATi et OAT€i permettent de diversifier la base d'investisseurs en mobilisant l'épargne recherchant une protection contre l'inflation (par exemple : épargne réglementée comme le livret A, fonds d'épargne-retraite indexés sur l'inflation). Ces investisseurs doivent couvrir le risque que l'inflation réelle diffère de l'inflation anticipée (telle qu'intégrée dans les taux d'intérêt nominaux) et sont donc prêts à payer une prime pour acquérir ce type de titres. Cet élément de diversification est d'autant plus important que les volumes globaux d'émission de dette française ont considérablement augmenté depuis quinze ans, nécessitant de disposer d'une base d'investisseurs aussi large

que possible. L'ensemble des pays du G7 dispose de titres indexés sur l'inflation, et les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, le Royaume-Uni en émettent actuellement. La part des titres indexés dans le stock de dette varie en fonction des caractéristiques nationales. Le Royaume-Uni présente la part la plus importante du fait des besoins d'investissement des fonds de pension britanniques ; suivent l'Italie, la France et les États-Unis. Répondant à un besoin de couverture financière, la demande de titres indexés se révèle très stable.

Les taux d'intérêt à l'émission des titres indexés étant structurellement plus bas (d'un niveau correspondant aux anticipations d'inflation lors de l'émission) que ceux de la dette à taux fixe, il a été décidé par le Parlement²⁰ lors du lancement du programme qu'une provision serait passée

²⁰ Article 125 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999 de finances pour 2000.

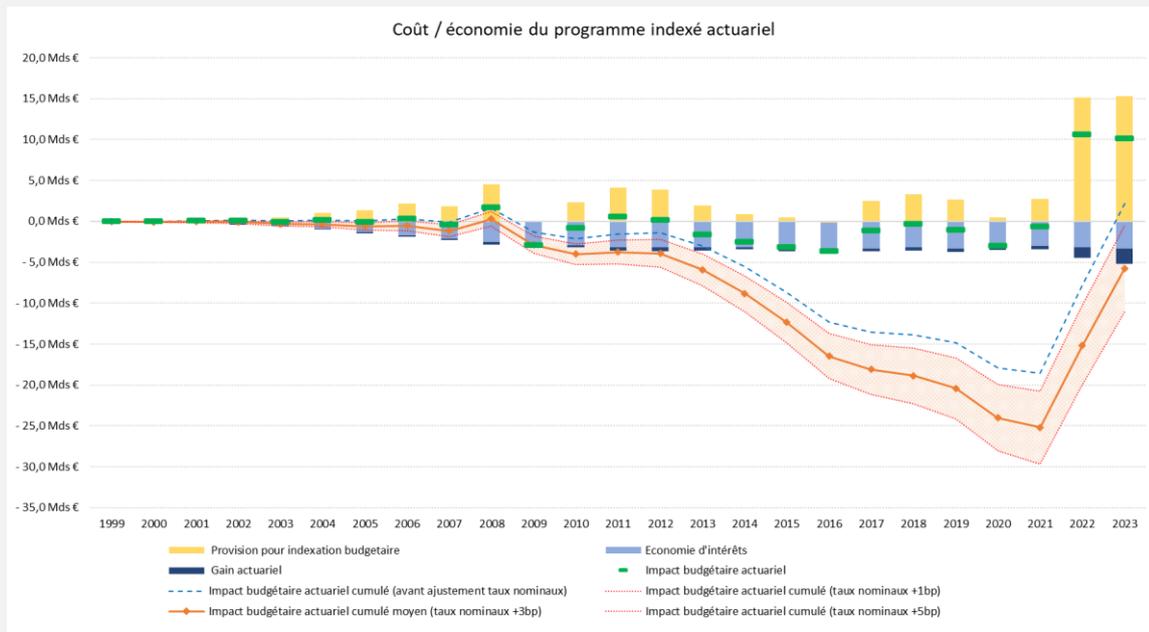
chaque année pour enregistrer l'inflation accumulée cette année (entre deux dates de détachement de coupon) sur l'ensemble du portefeuille. Cet enregistrement déroge ainsi au principe de comptabilité de caisse de la comptabilité budgétaire. Toutefois, en trésorerie, l'essentiel de l'inflation accumulée est payé au moment du remboursement du titre. Avec cette provision, la charge de la dette indexée se comporte de manière contracyclique :

elle augmente quand l'inflation et les rentrées fiscales augmentent. Au contraire, elle diminue en période de ralentissement économique ou de récession, comme par exemple en 2020. Outre l'avantage procuré en termes de diversification de la base d'investisseurs par le programme d'obligations indexées, la charge de la dette associée se comporte de façon différente dans le temps : une comparaison est présentée en partie III.

Encadré 6 : Impact budgétaire du programme d'émissions indexées depuis sa création

La méthodologie pour estimer les coûts et gains du programme d'obligations indexées a été mise à jour sur deux points depuis le précédent rapport sur la dette.

D'une part, la méthodologie tient désormais compte du fait que les provisions d'indexation ne sont pas décaissées immédiatement mais lors du remboursement du titre. En effet, la provision d'indexation budgétaire, bien qu'enregistrée comptablement l'année N, ne donne lieu à aucun décaissement effectif cette année-là ; le supplément d'indexation n'est décaissé qu'à l'échéance du titre. Or, dans ce contexte, la provision annuelle ne nécessite pas de financement immédiat contrairement aux intérêts payés : cela se traduit par un moindre endettement. Ces économies liées à un gain de trésorerie permis par les obligations indexées par rapport à des émissions nominales apparaissent en bleu foncé sur le graphique et se cumulent sur longue période. La somme des trois effets (jaune : provision pour indexation ; bleu ciel : moindres intérêts nominaux ; bleu foncé : économies liées au moindre endettement) est présentée par le trait vert et le cumul de l'impact budgétaire brut depuis la mise en place de ce programme est symbolisé par la ligne bleue en pointillé.



D'autre part, en l'absence du programme, l'absence des émissions d'obligations indexées aurait dû être compensée par une hausse des émissions d'obligations nominales. Or, un report du volume d'émissions actuellement réalisées sur des titres indexés vers les titres nominaux, pour lesquels les volumes émis sont déjà conséquents, se traduirait par une dégradation des conditions de financement nominales. Cet effet n'est par définition pas observable : il doit donc être estimé et l'effet net est ajouté dans le graphique (courbe orange avec intervalle de confiance). En effet, peu d'études ont abordé ce sujet directement mais il est probable que cet effet soit significatif. Un effet de l'ordre de 1 à 5 points de base paraît prudent, en croisant les résultats de deux méthodes d'évaluation :

- La première méthode mobilise la littérature étudiant l'impact de la réduction du bilan de la BCE sur les taux d'intérêt. En effet, le programme d'achat d'obligations de la BCE revient économiquement à réduire le programme d'émission des Etats européens sans modifier le crédit des pays ; l'arrêt du programme d'achat et la réduction du bilan de la BCE qui en découle revient donc économiquement, mutatis mutandis, à une augmentation du programme d'émission. Alternativement, on peut considérer que cette méthode met en évidence l'effet sur les taux de la présence d'un investisseur en partie contraint par ses règles internes ou prudentielles (banques centrales dans le cas du programme quantitatif ; banques et fonds de pension à la recherche de couverture de leur passif indexé pour les obligations indexées). Les estimations sur le programme de la BCE montrent qu'une augmentation de l'offre de titres européens de mille milliards d'euros entraînerait une hausse des taux d'intérêt à 10 ans de 30 à 45 points de base. Sachant que la part de titres français détenus par l'Eurosystème s'élève à 17,5%, donc 175 Md€, on observe que ce montant est inférieur à l'encours total d'obligations indexées françaises actuellement en circulation (222 Md€). L'estimation basée sur les programmes BCE apparaît ainsi conservatrice, tout en fournissant une première indication et des ordres de grandeur de l'impact potentiel qu'une offre supplémentaire pourrait avoir sur le programme d'émission d'obligations nominales à taux fixe. Cette méthode d'estimation repose sur des études solides sur un sujet qui a fait l'objet d'une importante littérature, et permet de faire abstraction des effets tels que la notation. Toutefois, elle n'est pas spécifique au cas français et n'est pas conçue à l'origine pour estimer l'impact d'un programme d'obligations indexées. Par ailleurs, elle compare des dynamiques différentes : l'assouplissement quantitatif de la BCE a été massif et ponctuel alors que l'émission de titres indexés a été plus continue.

- La deuxième méthode repose sur l'observation que les taux d'intérêt croissent avec le volume d'émission de dette. Il est possible d'estimer ce lien en rapportant, sur la base de données historiques, le niveau de spread des taux d'intérêt payés par la France par rapport à l'Allemagne au ratio de dette de moyen long terme (OAT) émis par la France / PIB. En se fondant sur cette corrélation, on peut estimer qu'une hausse de 10 points de pourcentage de ce ratio implique une hausse proche de 9,5 points de base du spread. Or, le programme de titres indexés représentant 8,5% du PIB, un report du volume émis sur ce programme vers le programme d'obligations nominales aurait donc un impact estimé proche de 8 points de base. L'utilisation de données historiques fiables, comme les taux à 10 ans allemands et français, le stock d'OAT et le PIB, confère de la rigueur à cette évaluation. Cependant, le lien entre le ratio dette en OAT / PIB et le spread n'est pas fixe dans le temps puisque le cycle économique, les interventions de la banque centrale, les caractéristiques techniques de la dette (comme la liquidité) ou les incertitudes politiques ou économiques peuvent aussi impacter le spread. Par ailleurs, cet effet n'est pas linéaire en fonction du niveau de dette. Du fait de ces incertitudes, la présente étude retient donc, par prudence, une fourchette haute d'estimation d'impact inférieure à ces 7,5 points de base, à savoir 5 points de base, avec un point moyen à 3 points de base, et un point bas à 1 point de base.

Au total, en tenant compte de l'ensemble des impacts qu'aurait eu un report du volume de dette émis sous forme d'obligations indexées depuis 1999 sur la dette nominale, et en retenant des hypothèses conservatrices comme explicitées ci-dessus, il apparaît que le programme de titres indexés a permis de réaliser des économies importantes pour le contribuable. En effet, en dépit de l'épisode exceptionnel d'augmentation très rapide de l'inflation en 2022 et 2023, l'économie cumulée du programme des titres indexés depuis 1999 s'élève, dans le scénario moyen, à environ 5 Md€.

Dettes vertes : émissions d'OAT vertes et allocation des fonds

L'émission d'obligations vertes par l'État accompagne le développement de la finance durable.

La France a émis à ce jour quatre OAT vertes, dont une indexée sur l'inflation européenne, émise pour la première fois en mai 2022. Depuis 2017, elle a élargi progressivement son offre de titres verts, ce qui lui a permis de répondre à une demande de marché très dynamique. Ainsi l'encours total de titres verts atteint, à fin août 2024, 72,5 Md€ : la France reste à ce jour le plus important émetteur souverain de titres verts.

Tout en respectant le principe d'universalité budgétaire, ces titres permettent de lever des fonds alloués à des dépenses favorables à l'environnement. L'AFT a mis en place un document-cadre qui, depuis 2017, régit ses obligations vertes. Les dépenses vertes éligibles (DVE) sont définies chaque année, au moment du vote du budget, par un groupe de travail interministériel, en fonction de quatre grands objectifs environnementaux : atténuation du changement climatique, adaptation à celui-ci, protection de la biodiversité et lutte contre les différentes formes de pollutions. La sélection des DVE est réalisée en cohérence avec le budget vert qui, depuis 2020, renseigne les citoyens sur l'impact environnemental des dépenses de l'État. Elle s'appuie aussi sur le label Greenfin du ministère de la Transition écologique. Le dispositif des OAT vertes est en outre aligné avec les Principes applicables aux obligations vertes de l'International Capital Market Association (ICMA). Une seconde opinion délivrée par un tiers-expert indépendant atteste de cet alignement du document-cadre. Le tiers-expert s'est chaque année prononcé favorablement, dans son actualisation de cette seconde opinion, sur le caractère vert des DVE et sur le respect par l'AFT des engagements pris au moment de l'émission inaugurale.

Par sa présence sur le marché des obligations vertes à un moment où celui-ci croissait rapidement, l'État a souhaité apporter aux gestionnaires un actif vert et sans risque. En outre, il entendait contribuer à la diffusion des bonnes pratiques. Enfin, ce dispositif permet de mettre en exergue ses efforts en faveur de la transition écologique, no-

tamment grâce à la publication de rapports rendant compte de l'allocation et de l'impact des OAT vertes.

Les rapports d'allocation montrent la diversité des politiques publiques favorables à l'environnement. Celles-ci se déploient par exemple dans les domaines de l'énergie, du bâtiment, de la préservation des ressources vivantes ; elles ont trait, pour bon nombre d'entre elles, à la recherche et à l'innovation. Les rapports d'allocation, publiés annuellement, présentent ainsi les actions budgétaires, dépenses fiscales et programmes du PIA auxquels sont adossées les émissions d'OAT vertes. Ils se basent sur le projet de loi de règlement et les rapports annuels de performance qui lui sont annexés, dont ils exploitent en particulier certains indicateurs de performance. L'allocation proprement dite fait ensuite l'objet d'un audit réalisé par un cabinet indépendant.

Le rapport d'allocation pour 2023 approfondit notamment, outre le passage en revue des différentes catégories de dépenses vertes éligibles, l'analyse de ces mêmes dépenses au prisme de la taxonomie européenne, classification des activités économiques établie par un règlement de juin 2020 qui permet notamment d'évaluer leur contribution à la réalisation d'objectifs environnementaux.

Parallèlement aux rapports d'allocation sont publiées des études évaluant l'impact environnemental des dépenses vertes éligibles. Chacun de ces documents est consacré spécifiquement à l'une des dépenses vertes éligibles. Leur élaboration est supervisée par un Conseil indépendant, composé d'experts de stature internationale. À ce jour, six rapports ont été publiés, portant sur Ma PrimeRénov' (anciennement Crédit d'Impôt Transition Énergétique (2018)), sur Voies navigables de France (2019), sur l'Office national des forêts (2020), sur des dépenses innovantes du PIA (2021), sur les activités de prévision météorologique et d'observation terrestre (2022) et sur le soutien public aux énergies renouvelables (2023). Ils sont tous disponibles sur le site internet de

l'Agence France Trésor²¹. Toutes les évaluations abordent la question de l'atténuation du changement climatique, mais ne s'y cantonnent pas et se

prononcent aussi, dès que cela est pertinent, sur les impacts en termes d'adaptation au changement climatique, de biodiversité ou de pollution.

C. La prédominance des Européens parmi les investisseurs en dette publique

La dette publique s'échange constamment, au gré d'environ 20 Md€ de transactions quotidiennes sur les marchés financiers. Les titres de dette étant librement échangeables, l'identité de tous les investisseurs ne peut être connue exhaustivement en temps réel ; toutefois, des enquêtes régulières effectuées, l'une par le FMI et l'autre par la Banque de France, permettent de renseigner sur leur nature, par catégories d'investisseurs et zone géographique. Les caractéristiques et les limites de ces données d'enquête sont présentées dans l'encadré 7.

Trois enseignements majeurs ressortent de ces enquêtes : premièrement, la typologie d'investisseurs dans la dette française est stable et n'évolue que progressivement dans le temps. Deuxièmement, un peu moins de trois quarts de ces investisseurs sont originaires de la zone euro. Troisièmement, ce sont les flux d'achat de titres de dette publique par l'Eurosystème, instrument de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, qui ont été à l'origine de la modification de la structure des investisseurs depuis 2015.

La répartition de la dette publique française bénéficie d'une forte diversification (Graphique 8) tant du point de vue géographique que du point de vue de la typologie d'investisseurs (établissements de crédit, assureurs, fonds de pension, banques centrales étrangères, etc.). Cette diversification et cette stabilité constituent un atout pour la France car elles permettent de diminuer le risque de refinancement et de minimiser les taux d'intérêt, *via* une concurrence accrue entre les investisseurs.

Les banques centrales sont des acteurs très importants sur le marché obligataire car elles disposent d'importantes réserves de change à placer. Ces placements interviennent sur des maturités moyennes, mais ces acteurs détiennent souvent les titres jusqu'à l'échéance, ce qui est un atout pour la bonne tenue du titre sur le marché secondaire. Etant donné le caractère stratégique de la gestion des réserves de change, ces acteurs sont particulièrement attachés à la confidentialité des transactions. Un peu moins de trois quarts des investisseurs de l'ensemble de la dette publique étaient des résidents de la zone euro à la fin d'année 2023, et environ la moitié (48 %) était des résidents français. Dans le cadre des achats d'actifs de la BCE, les titres sont au bilan de la Banque de France, ce qui augmente la part des résidents.

Sur longue période, l'évolution récente de la part des résidents parmi les investisseurs reflète les évolutions de la politique monétaire de la BCE. Ainsi, après une forte croissance suite à la création de l'euro, passant d'un tiers à deux tiers en dix ans, la part des non-résidents a connu deux phases de reflux en 2015-2018 puis 2020-2021 correspondant aux deux phases de mise en œuvre des programmes d'achat de l'Eurosystème, jusqu'à 47,5 % fin 2021. Cette part remonte en 2022 avec la fin des achats de la BCE²², et ce mouvement s'amplifie en 2023 et 2024 avec la réduction du bilan de la BCE, appelé « resserrement quantitatif ». La part des investisseurs résidents est également publiée deux fois par an par le Fonds Monétaire International (FMI) (Graphique

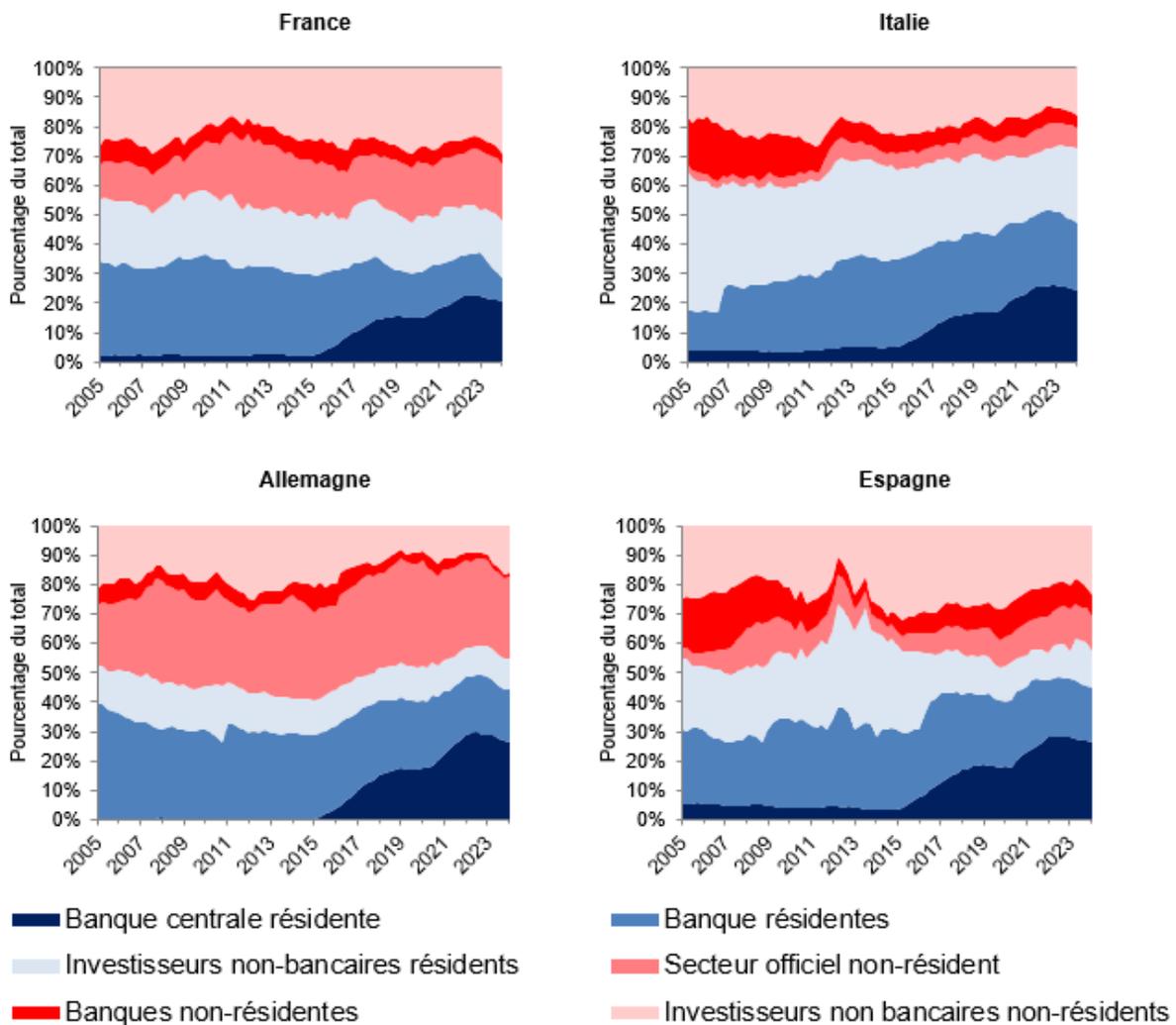
²¹ <https://www.aft.gouv.fr/fr/oat-verte#Avis>

²² En pratique la BCE a arrêté ses achats nets en 2022, mais a continué d'acheter jusqu'en juin 2024 pour renouveler certains titres arrivés à échéance.

7). Ainsi, le FMI estime que, fin 2023, 48 % des titres de l'ensemble de la dette publique française étaient au portefeuille des entités résidentes, ventilés ainsi : 20,6 % par la banque centrale, 19,5 % par le secteur privé hors banques commerciales et enfin 8,0 % par les banques commerciales résidentes.

Ces données permettent également la comparaison avec la structure des investisseurs dans la dette des autres émetteurs souverains. Tous titres confondus, la part des investisseurs non-résidents varie au sein des grands émetteurs de la zone euro, avec par exemple 28 % pour l'Italie, 43 % pour l'Espagne et 45 % pour l'Allemagne.

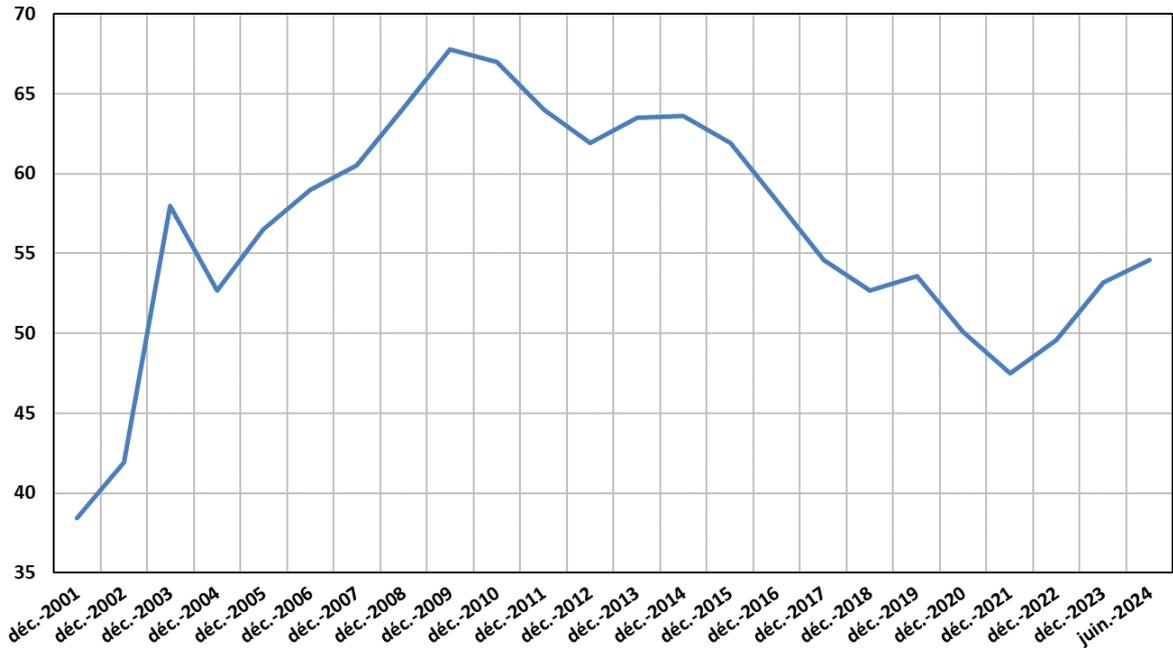
Graphique 7 : Evolution de la répartition de la dette publique de certains pays européens par groupe de porteurs (en %)



Source : Fonds Monétaire International, *Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies*, données arrêtées au 4^e trimestre 2023.

Sur le champ plus restreint de la dette négociable de l'Etat, une enquête réalisée par la Banque de France, trimestriellement, permet d'illustrer la base d'investisseurs de différents segments de produit, avec cependant moins de détail géographique.

Graphique 8 : Part des investisseurs non-résidents dans la dette négociable de l'État (en %)

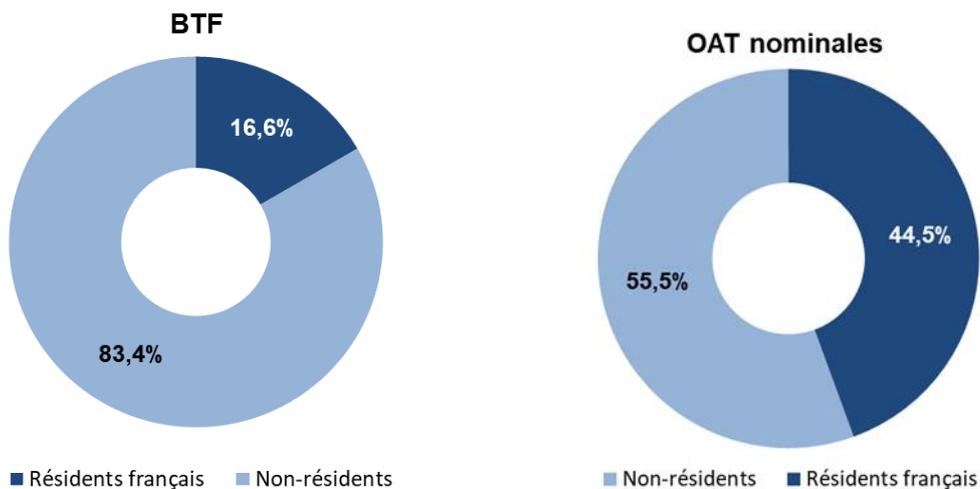


Source : Banque de France (2^e trimestre 2024)

A la fin du deuxième trimestre 2024, les titres à taux fixe (BTF et OAT) sont dans l'ensemble acquis par les non-résidents à hauteur de 54,6 % (Graphique 8). Les titres courts, appelés BTF, sont plus largement acquis par des non-résidents, soit 83,4 % (Graphique 9). En revanche, les titres indexés sur l'inflation le sont très majoritairement par les investisseurs résidents (Graphique 10). 80,5% des OAT indexées sur l'inflation française

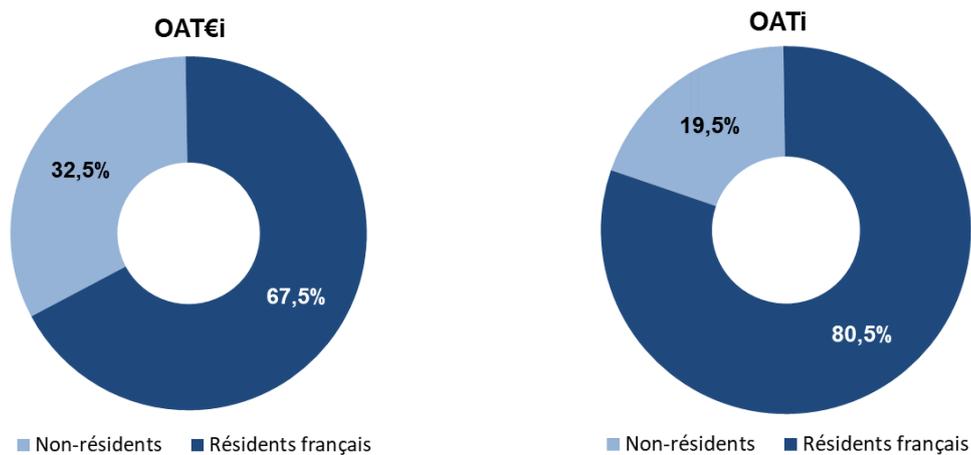
(OATi) et 67,5% des OAT indexées sur l'inflation européenne (OAT€i) étaient détenues par des investisseurs français, contre 44,5 % en moyenne sur l'ensemble des OAT nominales. Ceci reflète notamment la demande spécifique de la part des investisseurs français exposés à l'inflation (au premier rang desquels les gestionnaires de l'épargne réglementée telle que le Livret A).

Graphique 9 : Investissement résident en titres de l'État (en %)



Source : Banque de France, 2^e trimestre 2024 (calculs AFT)

Graphique 10 : Investissement résident des titres indexés de l'État (en %)



Source : Banque de France, 2^e trimestre 2024

Encadré 7 : Les sources des données sur la typologie des investisseurs

Les titres de dette de l'Etat sont des titres de créance négociables qui s'échangent librement sur les marchés financiers. Si l'Etat n'est donc pas en mesure de connaître à tout instant les investisseurs dans sa dette, il peut néanmoins s'appuyer sur deux enquêtes récurrentes, une première menée par la Banque de France et une seconde par le Fonds Monétaire International, pour obtenir des renseignements sur la typologie des investisseurs.

L'enquête de la Banque de France s'appuie sur PROTIDE, une collecte trimestrielle de données déclaratives des teneurs de comptes conservateurs. Cette collecte « vise à mesurer la détention par les agents économiques », résidents ou non-résidents, « des titres inscrits en compte chez les établissements déclarants », émis par des résidents ou non-résidents²³. La collecte PROTIDE est en valeur de marché. Si le champ de cette collecte dépasse celui de la seule dette négociable de l'Etat²⁴, la Banque de France transmet à l'Agence France Trésor les taux de détention par les résidents de la dette négociable de l'Etat (globale et par instruments) ainsi que la décomposition des positions résidentes par catégorie d'acteurs : assurances, établissements de crédit, OPCVM et autres.

L'intérêt de ce jeu de données est qu'il porte sur la dette de l'Etat seule et qu'il est actualisé trimestriellement. Il ne permet cependant aucune ventilation par zone géographique principale, encore moins par pays.

L'enquête trimestrielle du FMI, publiée deux fois par an, s'appuie sur la « Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies ». Cette base de données fournit des estimations sur les types d'investisseurs de la dette des administrations publiques de 24 économies avancées. Le champ de cette enquête conduit à publier des données plus larges que celles transmises par la Banque de France à l'AFT. Notamment, les crédits bancaires sont cumulés aux titres obligataires et le champ inclut tous les autres sous-secteurs des administrations publiques (collectivités locales, administrations de sécurité sociale). Toutes les données sont soit en valeur nominale, soit corrigées des variations de valorisation, le cas échéant, afin d'éliminer les réévaluations de prix. Tous les avoirs intra-gouvernementaux sont déduits. La base d'investisseurs est regroupée en six catégories : banque centrale nationale, banques nationales, non-banques nationales, secteur officiel étranger, banques étrangères et non-banques étrangères.

L'intérêt de ce jeu de données est qu'il permet une ventilation par zone géographique des investisseurs. Néanmoins, cumulant tous les émetteurs publics français, il ne permet pas d'en tirer une statistique pour le seul Etat. A noter enfin que les investisseurs sont ainsi ventilés selon leur zone d'implantation géographique, et que ce ne sont donc pas les « États » ou les « fonds souverains » de cette zone qui détiennent nécessairement la dette française, mais n'importe quel investisseur qui y est implanté.

²³ Cahier des charges fonctionnel de la collecte relative aux statistiques sur les titres de détention PROTIDE – Août 2024.

²⁴ La Banque de France publie trimestriellement les résultats de cette enquête sur l'ensemble des titres français.

Encadré 8 : Détention étrangère de la dette, effet de diversification mutuelle entre émetteurs et investisseurs

Du point de vue de la gestion de la dette, la nationalité de l'investisseur n'est pas un critère pertinent pour analyser la performance des émissions, mais plutôt sa qualité et sa sensibilité au changement des conditions de marché : les émetteurs recherchent plus particulièrement les investisseurs susceptibles de conserver les titres sur une longue période, qui présentent une demande stable dans le temps. La structure précise de la communauté des prêteurs ne peut de surcroît être suivie en direct car les titres s'échangent en permanence sur les marchés (cf. encadré n°6). Par ailleurs, si l'achat d'une action d'entreprise peut donner à l'investisseur un droit de regard sur sa gouvernance et ses décisions, la possession d'un titre de dette ne confère aucun droit sur l'émetteur, seulement celui d'être remboursé à échéance du titre. Ainsi, la demande pour les titres de l'Etat est-elle analysée plutôt sous l'angle du type d'acteur économique qui investit : banque centrale, fonds souverains, banques, assurances, fonds de pension, etc.

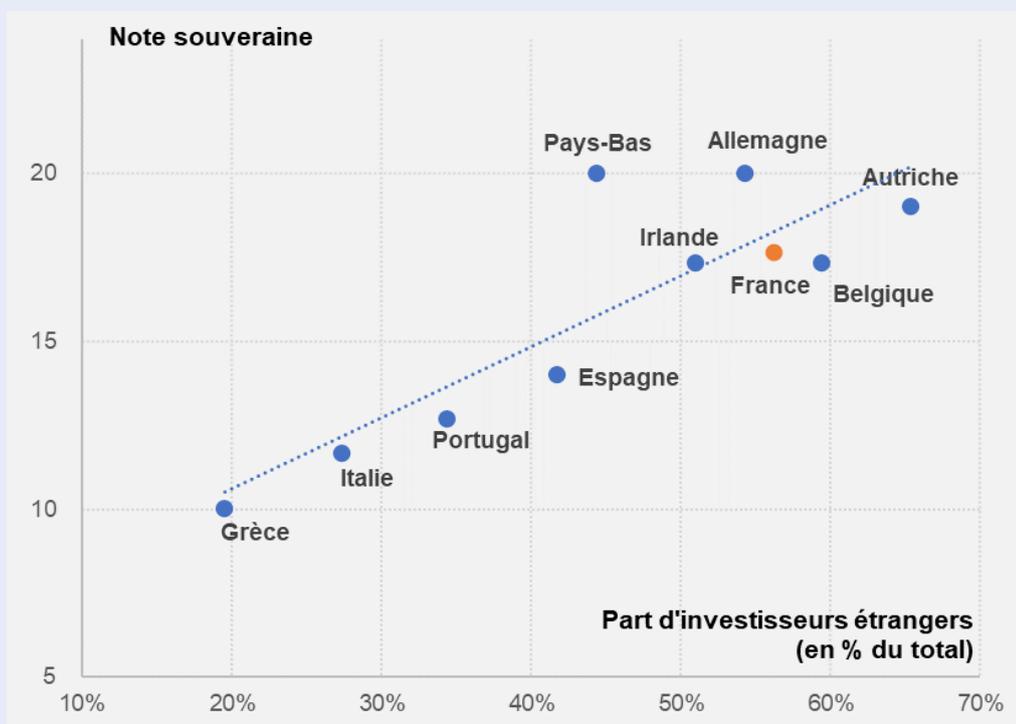
Indépendamment de leur zone géographique d'implantation, il est cependant intéressant de suivre l'importance des investisseurs dits « non-résidents » dans la dette souveraine. Une large revue de la littérature économique reposant essentiellement sur les expériences internationales en matière de gestion de la dette publique met en évidence le rôle crucial des investisseurs étrangers dans le financement des Etats, et ce, à plusieurs égards. La hausse de la demande constatée une fois que le marché obligataire national s'ouvre aux acteurs étrangers permet une renégociation de la dette à des taux de rendement plus bas²⁵, impliquant ainsi un coût de financement pour l'Etat significativement moindre²⁶. Les investisseurs étrangers contribuent également à la liquidité des marchés de la dette publique, ce qui réduit la prime de liquidité des titres souverains les rendant, en conséquence, plus attractifs. Ils permettent aussi aux gouvernements de mieux gérer le risque de concentration²⁷ et de dégager davantage de marges de manœuvres budgétaires lors des périodes de récession économique^{28 29}.

Du côté des investisseurs étrangers, leurs achats de titres souverains permettent d'assurer la diversification optimale de leurs portefeuilles en fonction de leurs degrés d'aversion au risque, ce qui conduit à une diversification mécanique de la base investisseur de l'émetteur public. Cette demande est, en plus, fortement corrélée au risque crédit³⁰ de l'émetteur. Ce dernier peut être mesuré par la note souveraine que les agences de notation attribuent aux différentes économies. En effet, plus la note souveraine d'un pays est élevée, plus le risque crédit de la dette publique est jugé faible par le marché, et plus l'intérêt des investisseurs étrangers est important. Ceci explique en grande partie la présence significative de ces investisseurs sur des marchés obligataires souverains des économies les mieux notées de la zone euro, comme celui de l'Allemagne et des Pays-Bas, alors que dans les pays moins bien notés la part de la détention étrangère a tendance à être plus faible (voir graphique 11 infra).

²⁵ Voir par exemple Eichengreen et Mody (1998), Bernanke (2007), Warnock et Warnock (2009) et Bernanke et al. (2011).

²⁶ Arslanalp et Poghosyan (2016) constatent que la hausse de la part de la dette publique détenue par des investisseurs étrangers entre 2008 et 2012 explique une baisse des rendements des obligations d'État à 10 ans à hauteur de 40 à 65 points de base en Allemagne, de 20 à 30 points de base au Royaume-Uni et de 35 à 60 points de base aux États-Unis.

Graphique 11 : Investissement étranger en titres obligataires souverains dans les principaux pays de la zone euro et leurs notes souveraines



Source : Agences de notation (Standard and Poor's, Moody's et Fitch) et Fonds Monétaire International, données à fin 2023. Le score représenté est une moyenne des notes données par les différentes agences. L'échelle du score varie de 10 correspondant à un triple B négatif à 20 correspondant à un triple A.

²⁷ Le risque de concentration sur le marché obligataire souverain se réfère à la situation où une proportion significative de la dette publique d'un pays est détenue par un nombre limité d'investisseurs, d'institutions, ou d'une seule catégorie d'investisseurs.

²⁸ La relance économique espérée par des politiques budgétaires expansionnistes lors des périodes de récession peut être compromise par des effets d'éviction, si les ressources financières utilisées pour financer ces politiques réduisent la consommation et l'investissement privés. Ces effets d'éviction sont plus faibles lorsque les gouvernements mobilisent l'épargne étrangère pour financer ces politiques (e.g. Claeys et al. (2012)), conduisant ainsi à des multiplicateurs fiscaux élevés. En effet, le multiplicateur fiscal est un indicateur permettant l'évaluation de l'efficacité des politiques budgétaires. Il mesure l'impact d'une variation des dépenses ou recettes budgétaires sur le PIB.

²⁹ Dans un article récent, Broner et al. (2022) montrent que les effets d'éviction restent limités dans les pays où la part de la dette publique détenue par des acteurs étrangers est élevée, comme aux États-Unis et dans plusieurs pays européens aujourd'hui. Cependant, les pays où la détention étrangère est faible se caractérisent par un multiplicateur fiscal faible (inférieur à un) comme ce fut le cas aux États-Unis entre 1950 et 1960 et au Japon aujourd'hui.

³⁰ Le risque de crédit d'une dette publique fait référence à la possibilité qu'un État ou une entité gouvernementale ne soit pas en mesure de rembourser sa dette ou de respecter ses engagements financiers, tels que les paiements d'intérêts ou le remboursement du principal à l'échéance. Ce risque est évalué en fonction de plusieurs facteurs tels que, la stabilité économique, financière et politique, les caractéristiques des institutions publiques ainsi que les perspectives de croissance.

D'autres facteurs tels que le niveau du taux de rendement, la stabilité du taux de change³¹ et la liquidité de la dette sur le marché secondaire figurent parmi les principaux déterminants de la demande étrangère adressée aux titres obligataires souverains. Ces facteurs, en plus de la note souveraine³², peuvent cependant rendre cette demande volatile et sensible à tout changement conjoncturel ou de perception du risque sur le rendement escompté. Par conséquent, la participation des acteurs étrangers sur les marchés obligataires souverains apporte aussi des défis aux gouvernements, qui doivent être gérés d'une manière à optimiser les gains et à réduire les coûts associés à la sensibilité de leur demande aux différents facteurs susmentionnés. D'où l'intérêt pour un émetteur souverain de constituer une base d'investisseurs diversifiée afin de contrebalancer le risque intrinsèquement lié à chaque type d'investisseur, ce qui est le cas en France.

III. Soutenabilité de la dette publique

A. Scénario de taux d'intérêt et effet d'une hausse des taux ou de l'inflation sur la charge de la dette

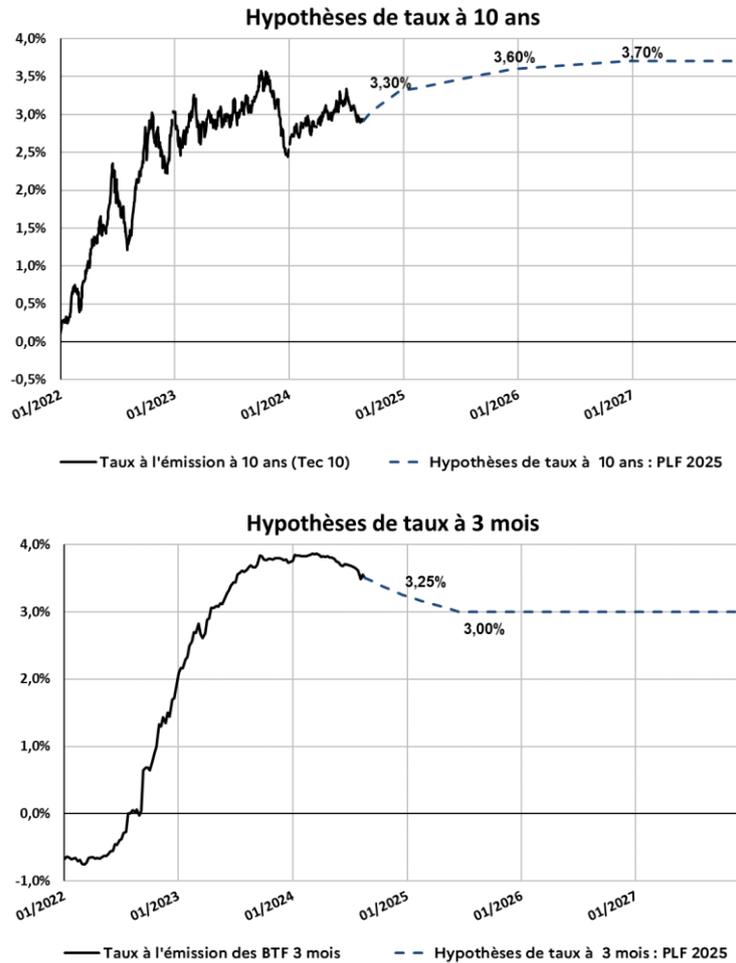
A la suite de la forte hausse de l'inflation en France et dans la zone euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) a engagé à l'été 2022 une normalisation de la politique monétaire qui s'est poursuivie en 2023. En 2024, la BCE a abaissé ses taux directeurs d'un quart de point de pourcentage à deux reprises, lors des décisions du 18 juillet et 19 septembre. Le scénario de taux utilisé par l'État pour établir la charge de la dette en 2025 repose sur l'hypothèse d'une poursuite, courant 2024 et début 2025, de la détente des taux directeurs de la BCE, puis d'une stabilisation en 2025 à un niveau cohérent avec les autres hypothèses macroéconomiques retenues dans le PLF 2025.

Les taux longs, globalement stables, augmenteraient cependant légèrement sous l'effet de la politique de resserrement quantitatif (baisse des achats voire ventes de titres) de la BCE : le taux à 10 ans s'élèverait alors à 3,3 % fin 2024 et à 3,6 % fin 2025 puis à 3,7 % à partir de fin 2026. S'agissant des taux courts, le taux à 3 mois qui atteindrait 3,25 % fin 2024 baisserait à 3,0 % en 2025, puis se maintiendrait à ce niveau (Graphique 12).

³¹ Des taux de rendements faibles et un taux de change volatil dépriment la demande étrangère et conduisent, généralement, à une détention étrangère de la dette publique très faible, comme dans le cas du Japon (Tokuoka, 2010 ; Fidora et al., 2006).

³² Afonso et al. (2014) estiment que la volatilité des marchés boursiers et obligataires dans l'Union européenne fluctue selon les variations de la note souveraine ; une dégradation de la note d'un pays au sein de la zone coïncide avec un mouvement de sortie de capitaux mettant des pressions à la hausse sur les rendements souverains, non seulement du pays concerné mais aussi des autres pays de la région.

Graphique 12 : Hypothèses de taux d'intérêt à 3 mois et à 10 ans retenues pour le projet de loi de finances pour 2025

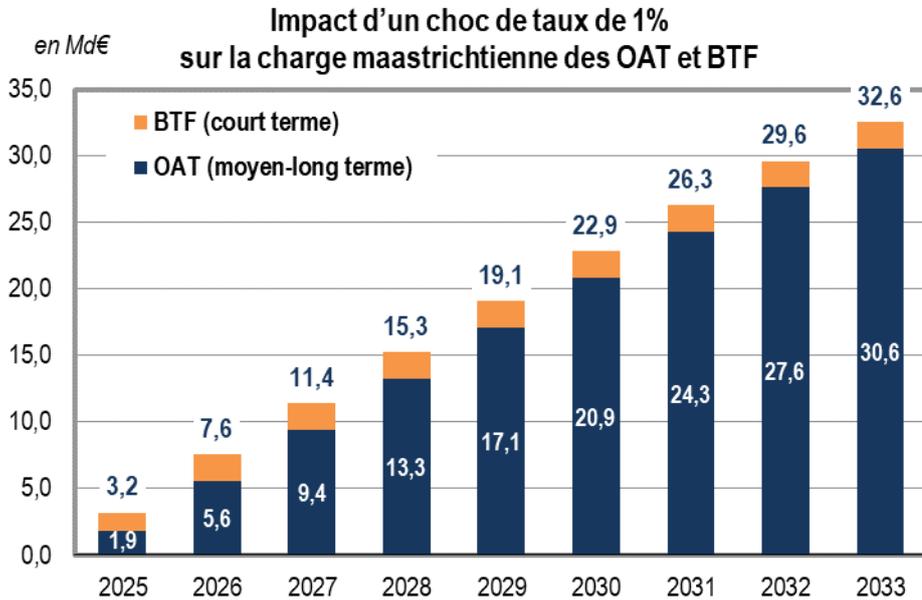


Source : AFT

Une remontée durable des taux d'intérêt au-delà des hypothèses du scénario de référence constitue un facteur d'augmentation progressive de la charge de la dette (Graphique 13). L'effet d'un choc pérenne de +1 % (+100 points de base) par rapport au scénario de référence, sur l'ensemble de la courbe, entraînerait une hausse de la charge

de la dette de 3,2 Md€ supplémentaires la première année, 7,6 Md€ supplémentaires la deuxième année, d'environ 19 Md€ la cinquième année. À l'inverse, si la trajectoire de remontée des taux était plus basse de 1 point que le scénario central, cela entraînerait une baisse de la charge de la dette de même ampleur.

Graphique 13 : Impact d'un choc de taux d'intérêt sur la charge de la dette à moyen terme (en comptabilité mastrichtienne)



Source : AFT

S'agissant de l'inflation, une variation des indices de prix à la consommation de +/- 1 % induit une variation de la charge d'environ +/- 2,8 Md€.

L'effet à long terme de l'inflation sur la charge de la dette, via le canal des obligations indexées, est présenté dans l'encadré 6.

B. Analyse de la soutenabilité de la dette dans le nouveau cadre budgétaire européen

La réforme du cadre de gouvernance budgétaire européen est entrée en vigueur le 30 avril 2024. Ce paquet législatif se compose de la directive sur les cadres budgétaires nationaux³³, du règlement sur le volet correctif³⁴ et du règlement sur le bras préventif³⁵. Il vise notamment à assurer la soutenabilité à moyen terme de la trajectoire de dette publique des Etats-membres, et se fonde pour

cela sur la méthodologie d'analyse de soutenabilité de la dette de la Commission européenne (*Debt Sustainability Analysis, DSA*). Ainsi, le règlement sur le volet préventif exige que les Etats-membres dont le ratio de dette dépasse 60 % du PIB ou le déficit public 3 % du PIB réalisent un ajustement structurel primaire sur une période de quatre à sept ans qui assure une baisse continue des ratios de dette publique des Etats-membres

³³ Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres

³⁴ règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs

³⁵ Règlement (UE) 2024/1263 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2024 relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale

concernés pendant les dix années qui suivent cette période d'ajustement. L'ajustement structurel réalisé sur cette période doit être suffisamment important pour assurer cette décroissance du ratio de dette, y compris dans des scénarios macroéconomiques et financiers défavorables (voir encadré 9). Cette trajectoire d'ajustement structurel se traduit ensuite en une règle d'évolution de la dépense primaire nette qui satisfait les exigences minimales d'ajustement des deux volets correctifs et

préventifs. La trajectoire de dette publique du Plan structurel et budgétaire de moyen terme 2025-2029 est conforme aux exigences du nouveau cadre budgétaire européen : le ratio de dette baisserait continûment sur la période 2031-2041 pour atteindre 96,7 % en 2041 dans le scénario central.

Encadré 9 : Méthode d'analyse de la soutenabilité de la dette de la Commission européenne

Le règlement sur le volet préventif du nouveau cadre de gouvernance budgétaire européen a établi la méthode d'analyse de soutenabilité de la dette de la Commission européenne comme référence pour l'évaluation de la plausibilité de la décroissance du ratio de dette des Etats-membres (article 10). Cette méthode simule l'évolution du ratio de dette publique pendant les 10 ans qui suivent la période d'ajustement requise par le règlement, selon plusieurs scénarios. Le scénario déterministe dit « d'ajustement » simule la trajectoire de dette postérieure au plan, sans ajustement supplémentaire, et sans choc macroéconomique affectant cette trajectoire. Le scénario dit de « stress financier » simule un choc temporaire de taux d'intérêt de 100 points de base l'année qui suit la fin de la période d'ajustement. Le scénario dit de « solde structurel primaire dégradé » simule une baisse permanente du solde structurel primaire de 0,5 point de PIB l'année suivant la fin du plan. Le scénario dit « r-g adverse » simule une hausse durable du solde primaire stabilisant via une hausse d'un point du différentiel entre taux d'intérêt apparent sur la dette et croissance nominale. Enfin, le scénario stochastique simule 2000 chocs affectant les variables budgétaires, macroéconomiques et macro-financières, et résulte en une distribution de trajectoires de dette associée.

In fine, le volet préventif requiert que l'ajustement structurel primaire réalisé pendant la période d'ajustement assure la décroissance du ratio de dette dans les scénarios déterministes et dans au moins 70 % des simulations stochastiques. Cette exigence s'étoffe d'une clause de sauvegarde de la soutenabilité de la dette (article 7), qui indique que les Etats-membres dont le ratio de dette dépasse 90 % du PIB doivent viser une baisse de leur ratio de dette d'1 point de PIB par an en moyenne, soit sur la période d'ajustement pour les Etats-membres dont le déficit est inférieur à 3 % du PIB, soit de leur année de sortie de Procédure pour Déficit Excessif à la fin de la période d'ajustement pour les Etats-membres dont le déficit est supérieur à 3 % du PIB.

Bibliographie

- [1] « À la fin du deuxième trimestre 2024, la dette publique s'établit à 3 228,4,9 Md€ », *Information Rapide n° 247*, Insee, 27 septembre 2024
- [2] Agence France Trésor, Bulletin mensuel n°410, juillet 2024.
- [3] « Perspectives mondiales à l'automne 2024 : entre assouplissement monétaire et tensions géopolitiques », Trésor-Éco n°349, DG Trésor, septembre 2024
- [4] *World Economic Outlook d'avril 2024*, FMI
- [5] *Manual on Government Deficit and Debt*, Eurostat
- [6] Eichengreen et Mody (1998), « What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment? », Working paper n°6408
- [7] Warnock et Warnock (2009), « International Capital Flows and U.S. Interest Rates », *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n°6, pp. 903-919
- [8] Bernanke et al. (2011), « Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux Etats-Unis, 2003-2007 », *Revue de la stabilité financière*, vol. 15, pp. 15-30
- [9] Arslanalp et Poghosyan (2016), « Foreign Investor Flows and Sovereign Bond Yields in Advanced Economies », *Journal of Banking and Financial Economics*, 2016, vol. 2, issue 6, 45-67
- [10] Claeys et al. (2012), « Debt, interest rates, and integration of financial markets », *Economic Modelling*, vol. 29, pp. 48-59
- [11] Broner et al. (2023), « Bilateral international investments: The big sur? », *Journal of International Economics*, vol. 145, n°103795
- [12] Tukuoka (2010), « The Outlook for Financing Japan's Public Debt », IMF Working Paper 10/19
- [13] Fidora et al. (2007), « Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange rate volatility », *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, issue 4, pp. 631-655
- [14] Afonso et al. (2014), « Sovereign credit ratings, market volatility, and financial gains », *Computational Statistics & Data Analysis*, vol. 76, pp. 20-33
- [15] Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres
- [16] Règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs
- [17] Règlement (UE) 2024/1263 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2024 relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale