

La dette, c'est comme le Titanic, le naufrage devient parfois une certitude mathématique. Essayons de regarder l'avenir de la France

Dans Titanic de James Cameron (1997), l'un des principaux concepteurs du navire déclare au patron de la White Star Line qui croyait le navire insubmersible : « It is a mathematical certainty. »

Bien évidemment, nous n'en sommes pas encore là. **La France n'est pas la Grèce de 2012 (qui reste le seul cas de défaut souverain pour un pays occidental d'après-guerre), pour différentes raisons :**

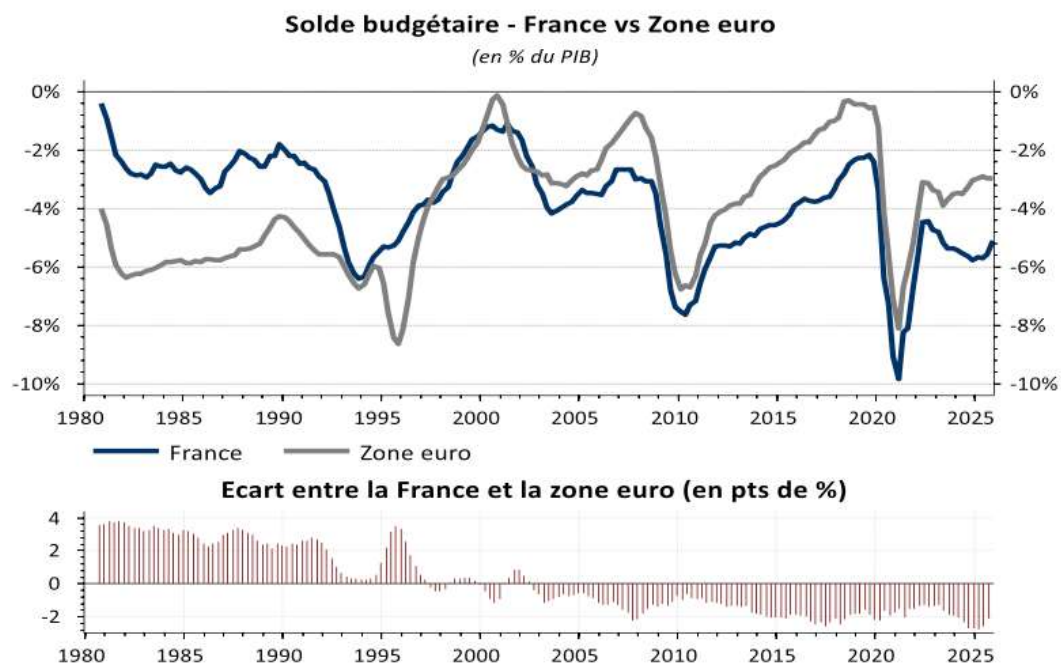
- La Grèce avait à l'époque une dette publique de 165% du PIB (contre 119% aujourd'hui pour la France)
- Le déficit public de la France est compensé par une épargne importante des ménages. D'où un quasi-équilibre de la balance courante (vs un déficit courant d'environ 10% du PIB pour la Grèce en 2011) et une position extérieure débitrice de l'ordre de 30% du PIB (vs 100% du PIB pour la Grèce à l'époque)
- Il n'existe pas de risque évident d'une fuite soudaine et généralisée des capitaux qui entraînerait un choc récessif majeur
- Les banques françaises sont évidemment plus solides que les banques grecques de l'époque
- Et surtout, la Grèce ne représentait que 2% du PIB de la zone en 2012 contre 19% pour la France aujourd'hui. La France est donc systémique pour l'Europe sur le plan économique, mais aussi politique, militaire et nucléaire. Or, l'arsenal de soutien des pays en difficulté sur le plan budgétaire s'est considérablement développé en Europe depuis 2010 (MES, BCE). On peut donc s'attendre in fine à un soutien mais celui-ci sera tardif, après une crise financière, et surtout conditionné à des mesures sévères d'ajustement budgétaire.

Il n'y aura pas de défaut à horizon prévisible, mais la prime de risque sur la dette française a toutes les raisons de continuer de monter.

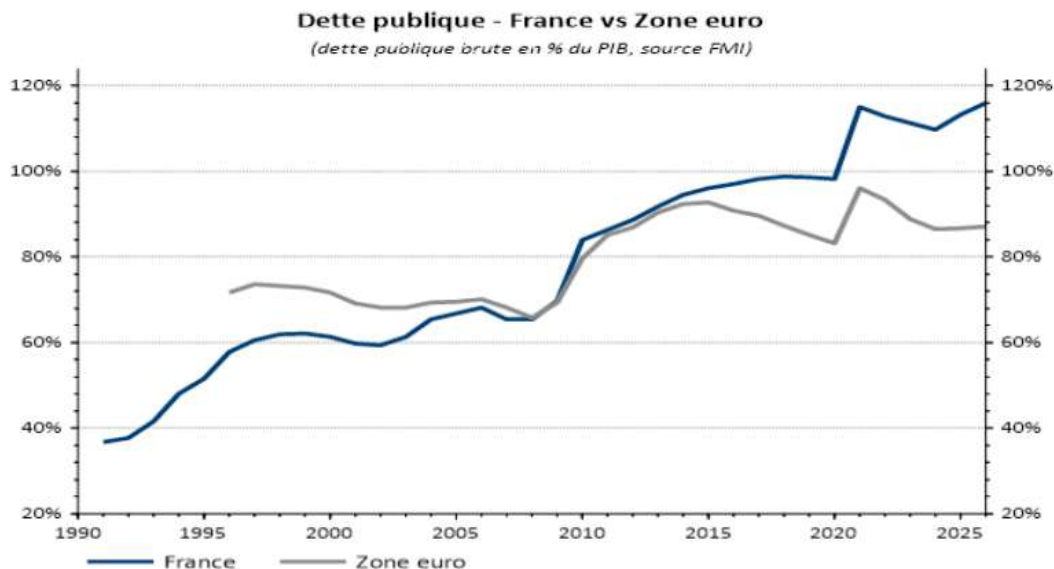
Quelle est en effet la probable trajectoire des finances publiques françaises ?

Revenons-en précisément sur les variables macrofinancières clé de la soutenabilité financière de la dette.

On le sait, la France « décroche » en termes de croissance, de déficit public et de dette publique depuis une dizaine d'années par rapport à la zone euro, même si la mauvaise gestion des finances publiques est bien plus ancienne (cf. graphiques ci-dessous).



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Le poids de la dette publique (par rapport au PIB) peut croître de façon automatique et non maîtrisée (effet de « boule de neige ») en fonction de 4 facteurs :

- Le stock initial de dette
- La croissance de l'activité (nominale)
- Le taux d'intérêt (nominal) apparent (taux moyen de financement de l'Etat)
- Le solde budgétaire primaire (solde hors charge d'intérêt)

Si le taux de croissance nominal de l'activité est inférieur au taux d'intérêt nominal (ou si le taux de croissance en volume est inférieur au taux d'intérêt réel), l'augmentation spontanée des impôts sera inférieure à celle des charges d'intérêt, d'où une pression à l'augmentation spontanée du ratio dette publique/PIB.

Pour stabiliser (ou réduire) ce ratio, il faut donc avoir un solde primaire plus élevé.

Il existe un « solde primaire critique » (variable suivant les pays) qui permet de stabiliser le ratio dette publique/PIB, donné par l'équation :

$$B_t - B_{t-1} = St + (it - gt) * B_{t-1} \text{ et à l'équilibre } Seq = - (it - gt) * B_t$$

- B_t est l'encours de dette publique de l'année t , en % du PIB de l'année t
- St est le déficit primaire en % du PIB
- it est le taux d'intérêt nominal et gt le taux de croissance du PIB nominal

Les choses se sont aggravées en France depuis de nombreuses années. La croissance nominale a tendance à baisser structurellement et le taux d'intérêt nominal progresse depuis plus de 4 ans. Et la France n'a pas été en mesure de dégager un solde primaire positif depuis la fin des années 90.

En 2026, il a été évidemment impossible de réduire le ratio de dette avec un solde primaire négatif (environ -3%) compte tenu du niveau de dette initial (115,5% en 2025) et d'une croissance nominale équivalente au taux d'intérêt apparent (environ 2%). Un solde primaire proche de l'équilibre aurait été nécessaire pour stabiliser le ratio (cf. tableau ci-dessous).

Niveau du solde primaire qui stabilise le ratio dette/PIB de la France

croissance potentielle nominale

	1.5%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
0.5%	-1.2%	-1.7%	-2.3%	-2.9%	-3.5%	-4.1%	-4.6%
1.0%	-0.6%	-1.2%	-1.7%	-2.3%	-2.9%	-3.5%	-4.1%
1.5%	0.0%	-0.6%	-1.2%	-1.7%	-2.3%	-2.9%	-3.5%
2.0%	0.6%	0.0%	-0.6%	-1.2%	-1.7%	-2.3%	-2.9%
2.5%	1.2%	0.6%	0.0%	-0.6%	-1.2%	-1.7%	-2.3%
3.0%	1.7%	1.2%	0.6%	0.0%	-0.6%	-1.2%	-1.7%
3.5%	2.3%	1.7%	1.2%	0.6%	0.0%	-0.6%	-1.2%
4.0%	2.9%	2.3%	1.7%	1.2%	0.6%	0.0%	-0.6%
4.5%	3.5%	2.9%	2.3%	1.7%	1.2%	0.6%	0.0%
5.0%	4.1%	3.5%	2.9%	2.3%	1.7%	1.2%	0.6%
5.5%	4.6%	4.1%	3.5%	2.9%	2.3%	1.7%	1.2%

taux moyen payé sur la dette

Source : Datastream, Les Cahiers verts

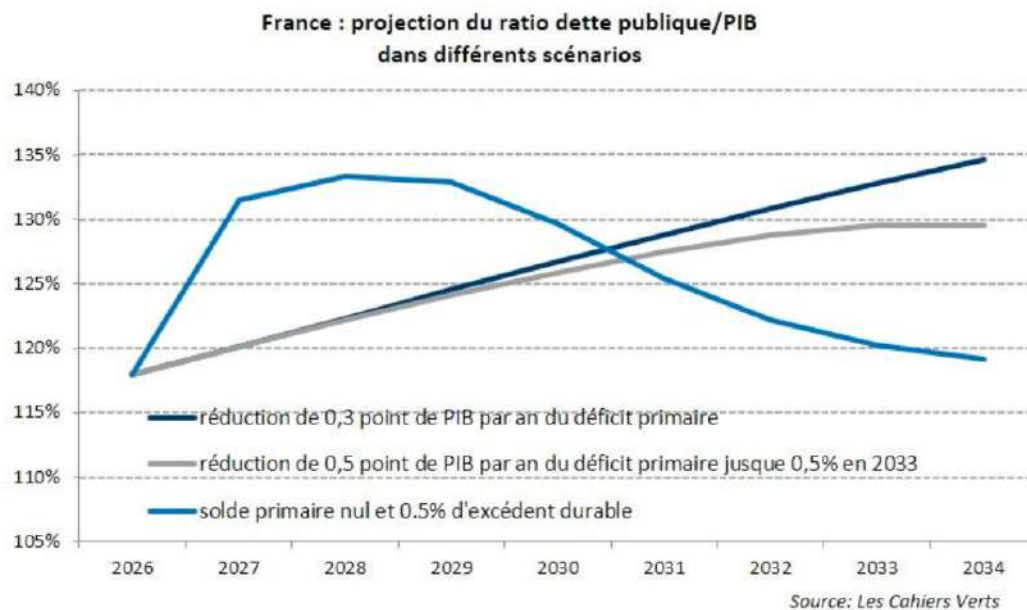
Quid de la suite ?

Le ratio de dette publique / PIB va augmenter mécaniquement au cours des prochaines années car le taux d'intérêt apparent va progresser (compte tenu de la hausse des taux d'ores et déjà « acquise » depuis 2022). Et l'on ne voit guère d'amélioration susceptible d'affecter la croissance potentielle nominale sauf « miracle » politique.

En conséquence, la croissance nominale va progressivement passer sous le taux apparent à partir des prochaines années. On peut ainsi tabler sur un taux d'intérêt apparent autour de 3% à la fin de cette décennie.

On peut également, dans ce cadre, faire toute une série de scénarios.

D'une manière générale, le point essentiel est qu'aucun scénario ne permet d'envisager une stabilisation du ratio dette publique/PIB dans les prochaines années (cf. graphique ci-dessous).



Hypothèse : hausse moyenne d'environ 0,2 point du taux moyen payé sur la dette par an jusque 2031 (à 3% environ), stable ensuite.

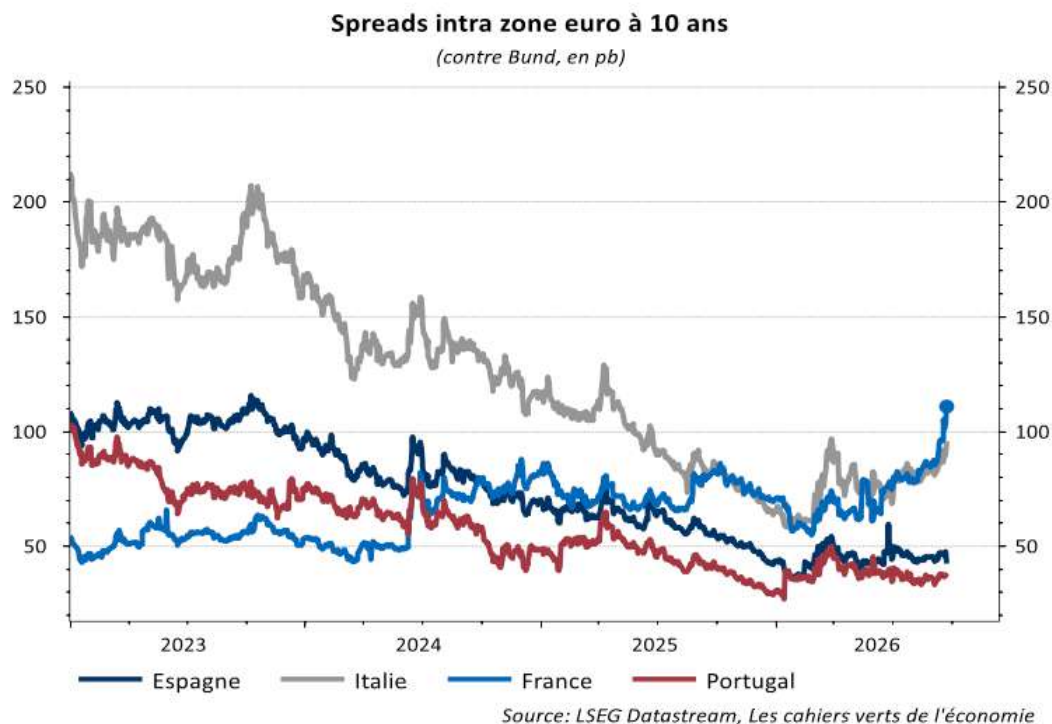
Croissance potentielle réelle de 1%, croissance tendancielle du déflateur du PIB de 1,7%.

Multiplicateur variable en fonction des scénarios (1 en cas de choc brutal, 0,5 en cas de choc modéré).

Le plus positif des scénarios - tout en restant réaliste - serait une réduction du solde primaire de 0,5 pt de PIB chaque année (on est autour de -3% en 2026) avant une stabilisation à +0.5 pt de PIB à partir de 2033. Cela s'accompagnerait d'une croissance faible en raison d'un effet négatif modéré sur la croissance (environ 0,6% sur l'horizon de prévision).

Dans ce cas, la dette publique augmenterait jusqu'à 129% du PIB avant de se stabiliser à ces niveaux en 2032/2033. Soit des niveaux proches de ceux de l'Italie au milieu des années 90 ou du début des années 2020.

La difficulté est celle de la crédibilité des autorités françaises après des décennies d'errement sur le plan budgétaire. Les investisseurs semblent désormais perdre confiance, ce qui aboutit à une nette hausse des spreads français vis-à-vis de l'Allemagne et des autres pays européens. La France souffre désormais des taux les plus élevés de la zone euro, au-delà de ceux de l'Italie ou de la Grèce avec des spreads jamais vus depuis 14 ans (cf. graphique ci-dessous).



Un scénario désormais plausible est donc celui d'une pression brutale des marchés, forçant des ajustements brutaux sur le plan budgétaire, à l'image de ce qui s'était produit dans les pays d'Europe du Sud dans les années 2010 (même en excluant le cas grec). Cela s'était accompagné d'un effet dépressif sévère, même avec un substantiel accompagnement monétaire (sous Mario Draghi) sachant qu'il n'y a pas eu d'ajustement suffisant par le change.

Sur la période 2009-13, le solde budgétaire structurel s'est ainsi ajusté à hauteur de 15 points de PIB en Grèce, 10 points et 7 points en Espagne (cf. tableau ci-dessous).

Décomposition de l'effort budgétaire lors de la crise de la dette souveraine (2009-2013)

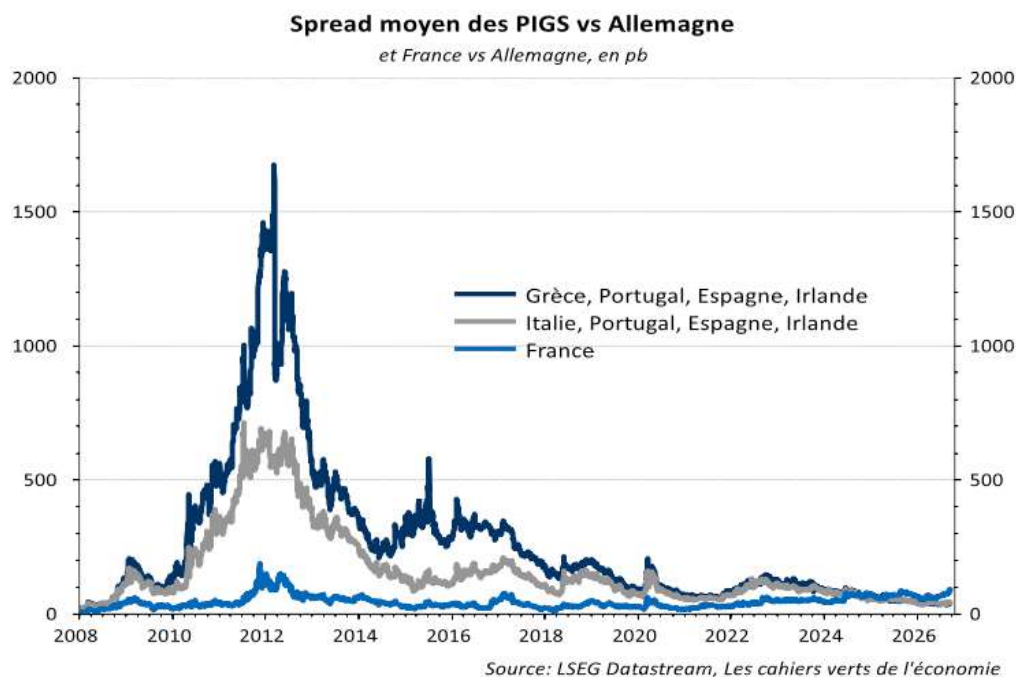
	Portugal	Italie	Espagne	Grèce	France
effort total (2009/2013-2013)	9.6	2.8	7.4	15.3	1.5
effort annuel (2009/2012-2013)	3.2	0.9	1.9	5.1	0.8
effort recettes	4.1	2.4	3.9	8.7	2.2
effort dépenses	5.4	0.3	3.6	6.6	-0.6

L'effort est mesuré par la variation du solde budgétaire structurel en part de PIB potentiel

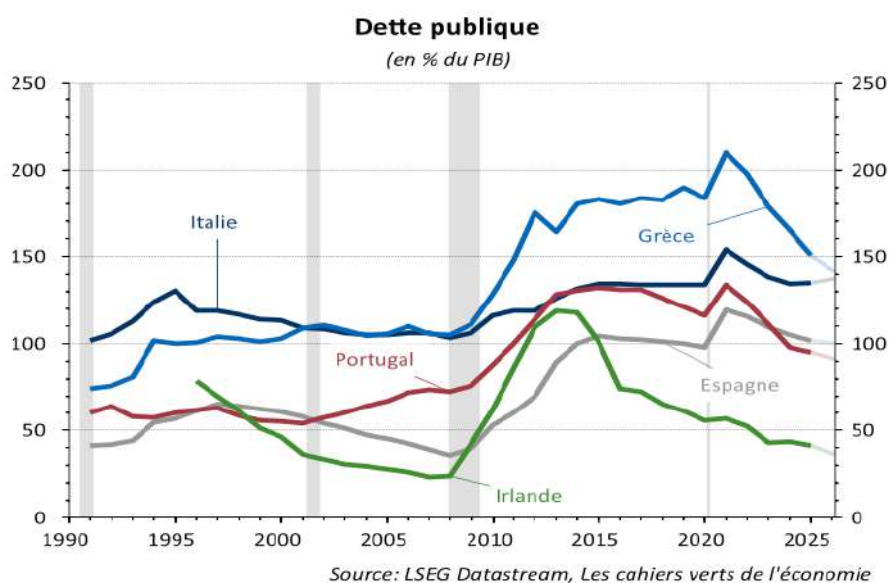
Source : Datastream, Les Cahiers verts

Et les effets des mesures d'ajustement budgétaire sur le ratio de dette publique ont mis beaucoup de temps à se matérialiser.

L'expérience démontre que la crédibilité budgétaire peut se perdre brutalement mais qu'elle ne se regagne que très graduellement : les spreads sont ainsi restés élevés dans la seconde moitié des années 2010 dans les pays périphériques (cf. graphique ci-dessous).



Et ce n'est qu'à partir du début des années 2020 que les ratios de dette ont commencé à assez timidement refluer (cf. graphique ci-dessous).



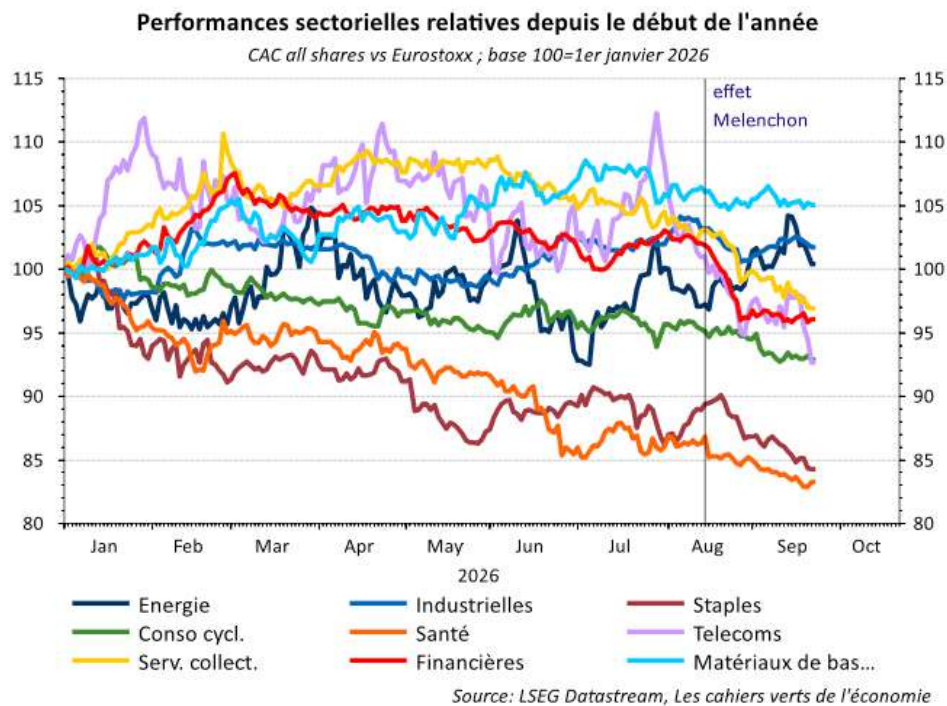
Quelles sont les perspectives pour les mois à venir ?

Hélas plutôt un renforcement potentiel des tensions pour différentes raisons :

- Il n'y a aucun programme budgétaire sérieux de la part des principaux candidats
- La campagne est et sera évidemment de nature clientéliste
- La France est doublement handicapée : croissance nominale du PIB très faible (2%) avec des spreads de taux 10 ans au plus haut depuis 14 ans, dans un monde de taux d'intérêt structurellement plus élevés
- Le déficit public français finance la consommation et non pas l'investissement ou les infras comme en Allemagne
- Il n'y a pas de complaisance à attendre de l'Allemagne, avec notamment le poids politique croissant de l'AFD

Nous reviendrons plus en détail sur les conséquences en termes d'allocation d'actifs. Mais il est clair, comme nous le disons depuis la dissolution de juin 2024, qu'il convient dans ce cadre d'éviter les actifs français au sens large : produits de taux (dette souveraine, crédit), actions et immobilier. La hausse des taux et de la prime de risque est défavorable à l'ensemble des actifs. Ajoutons par ailleurs la tentation d'une taxation accrue des grandes entreprises françaises et éventuellement de l'immobilier, ce dernier étant par définition non délocalisable.

En termes de secteurs, il faut éviter les secteurs français domestiques, sensibles aux taux longs et susceptibles d'être taxés (« superprofits »), les entreprises dépendant de la commande publique et sous-pondérer les Financières et Utilities européennes vs leurs pairs en Europe. A noter que ces secteurs ont d'ailleurs déjà commencé à sous performer (cf. graphique ci-dessous) depuis la proposition de Mélenchon de « jeter au feu la dette publique française ».



Au-delà de la France, il faut conserver un léger biais baissier euro et une sous- pondération du marché actions européen vs les USA.

Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguessseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.