

ÉTUDE DE DOSSIER

Cadre 2025

Le 20 décembre 2024, l'INSEE annonce que la dette publique française atteint 113,7 % du PIB au troisième trimestre. L'agence Moody's note la difficulté de la France à se désendetter et estime que la dette publique pourrait continuer à augmenter jusqu'en 2030, sans action correctrice significative de la part des pouvoirs publics. Dans ce contexte, le niveau élevé de la dette publique française invite à s'interroger sur les risques financiers associés.

À partir des documents qui vous sont proposés, vous répondrez aux questions suivantes :

1. Qu'est-ce que la dette publique et pourquoi est-il nécessaire pour les administrations publiques de s'endetter ? Comment la dette publique française a-t-elle évolué ces dernières décennies ?
2. Quels sont les risques associés à une dette publique élevée ?
3. Que prévoit le nouveau cadre budgétaire européen pour aider les États-membres à redresser durablement leurs finances publiques ?

Les questions sont indépendantes. Nous vous recommandons toutefois de les traiter dans l'ordre.

Il n'est pas nécessaire de recopier l'intitulé des questions.

Les réponses doivent être rédigées en langue française. Une attention particulière sera portée à la qualité de la rédaction.

LISTE DES DOCUMENTS JOINTS

1. **French government bonds under pressure after Moody's downgrade**
www.euronews.com – 16/12/2024 – 2 pages
2. « **Si notre pays restait dans le déni budgétaire, il risquerait l'enfoncement progressif** »
www.banque-france.fr – 17/12/2024 – 3 pages
3. **Budget 2025 : quels sont les risques liés à une dette élevée ?**
www.lemonde.fr – 07/11/2024 – 4 pages
4. **Rapport sur la dette des administrations publiques** (extrait)
www.budget.gouv.fr – 10/10/2024 – 4 pages
5. **Debt Sustainability Monitor 2023 – Executive summary**
<https://economy-finance.ec.europa.eu> – 22/03/2024 – 6 pages
6. **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** (extrait)
<https://eur-lex.europa.eu> – 29/04/2024 – 2 pages
7. **Décryptage : 5 minutes pour comprendre la dette publique**
www.economie.gouv.fr – 30/10/2024 – 4 pages
8. **Déficit et dette publics, politique budgétaire : le montant et l'évolution de la dette publique** (extrait)
www.fipeco.fr – 04/06/2024 – 6 pages
9. **Is France heading for a Greek-style debt crises?**
www.ft.com – 28/11/2024 – 3 pages

French government bonds under pressure after Moody's downgrade

The yield on 10-year French debt rose to more than 3%, on the first trading day after the credit rating agency unexpectedly cut France's debt rating.

French debt is once again worrying investors, according to the widening interest rate spread between 10-year bonds of France and the eurozone benchmark, Germany.

France's borrowing costs surpassed 3.05% on Monday morning, as trading restarted for the first time after one of the biggest credit rating agencies Moody's downgraded the country in an unexpected move on Saturday.

France's new long-term issuer rating became Aa3, one step down from the previous Aa2 and the agency changed the country's outlook from negative to stable. This category aligns with the category France has already been given by the two other main rating agencies.

Moody's decided to downgrade France's debt because "the country's public finances will be substantially weakened over the coming years" as "political fragmentation is more likely to impede meaningful fiscal consolidation," the agency said in their statement.

Political turmoil in France

On Friday, French President Emmanuel Macron appointed the country's fourth Prime Minister this year. Centrist François Bayrou follows Michel Barnier on the post, who resigned after his belt-tightening budget earned him and his government a successful no-confidence vote from the National Assembly more than a week before.

The newly forming French government has an urgent task of ensuring that the country has a valid budget for the year ahead.

"We expect the newly-appointed government to push through a special law ensuring the continuity of the public administration in 2025," said Moody's in their statement.

The outgoing government had the difficult task of economic belt tightening, as France is grappling with a deficit that is expected to surpass 6% of the GDP in 2024 and a mounting debt, a record €3.228tn, amounting to 112% of GDP, well above the 60% limit set by EU rules.

The French Minister of Economy Antoine Armand reacted to the decision on X, saying that "Moody's has announced the change in France's rating to Aa3, highlighting recent parliamentary developments and the current uncertainty that results from them regarding the improvement of our public finances. I take note of this. The appointment of Prime Minister François Bayrou and the reaffirmed desire to reduce the deficit provide an explicit response."

The enormous task of putting the debt and deficit on a sustainable path is awaiting the incoming government. According to the credit rating agency: "Looking ahead, there is now a very low probability that the next government will sustainably reduce the size of fiscal deficits beyond next year."

As a result, Moody's expects that France's public finances will be weaker than previously expected for another three years.

The stark outlook sparked increased pressure on France's government bonds on Monday morning, pushing the 10-year borrowing costs beyond 3%, making it increasingly expensive for the country to finance its debt. The spread, between the 10-year bonds of the Eurozone benchmark Germany and France, widened to more than 80 basis points.

The elevated 10-year bond yields resulted in the debt servicing costs of France being higher (and judged riskier by investors) than those of Portugal, Slovenia or Croatia in the early afternoon trade on Monday.

Doloresz Katanich

Le Figaro : « Si notre pays restait dans le déni budgétaire, il risquerait l'enfoncement progressif »

Entretien du Gouverneur de la Banque de France au journal « Le Figaro » du 17 décembre 2024.

À peine le nouveau premier ministre François Bayrou nommé, l'agence Moody's dégrade la note de la dette française. Quelle leçon en tirez-vous ?

François VILLEROY DE GALHAU - Le calendrier paraît être de la part de Moody's une coïncidence malencontreuse : c'est bien sûr l'instabilité provoquée par la censure du 4 décembre qui est en cause, pas la nomination du premier ministre. Sur le fond, c'est techniquement un alignement sur la notation des autres agences, mais c'est aussi le rappel que notre pays doit évidemment réduire ses déficits budgétaires.

Quelles doivent être selon vous les priorités du premier ministre en matière de finances publiques et de politique économique ?

Je souhaite d'abord naturellement, pour notre pays, le succès au nouveau premier ministre. Pour commencer par le bon diagnostic, l'économie française et européenne souffrait depuis trois ans d'une maladie aiguë : l'inflation ; elle est en train d'être vaincue. Du coup, notre économie retrouve ses maladies chroniques. Deux sont traditionnellement françaises : l'emploi, sur laquelle nous avons réalisé de sérieux progrès depuis dix ans ; et hélas les finances publiques, qu'il faut maintenant impérativement traiter. S'y ajoute une maladie collective européenne : la faiblesse de la croissance.

Si le nouveau gouvernement devait adopter un budget 2025 avec un déficit supérieur aux 5 % qui étaient visés par le gouvernement Barnier, quelles seraient les conséquences ?

La censure du précédent gouvernement ne doit pas déboucher sur un déni de réalité : notre problème de finances publiques n'a pas disparu, au contraire. Un premier symptôme en est l'écart entre les taux d'intérêt français et ceux d'autres pays, le désormais fameux « spread ». Début juin, notre taux était assez proche de l'Allemagne, à 0,5 % seulement d'écart, et bien en dessous de l'Italie, à 0,9 %. Aujourd'hui, c'est l'inverse : nous nous sommes éloignés de l'Allemagne, à 0,8 %, et rapprochés de l'Italie, à seulement 0,3 % au-dessous. Entre-temps, la France a été dépassée par l'Espagne, le Portugal et même la Grèce, qui empruntent moins cher. Autrement dit, la France, qui était dans le peloton de tête européen, glisse vers la queue. Cette dérive représente un surcoût financier pour toute notre économie, mais aussi un déclin potentiellement grave de notre statut politique en Europe.

Autres symptômes : notre pays a la prévision de déficit la plus élevée de la zone euro pour 2025 et est le seul qui n'a pas réduit sa dette après la crise du Covid. L'année prochaine, les intérêts que nous devons sur la dette -dépense héritée du passé- vont pour la première fois dépasser le budget de l'Éducation nationale, qui est la dépense d'avenir par excellence.

C'est donc une question d'intérêt national, qui doit transcender les divers intérêts partisans ou personnels. Mais si notre pays restait dans le déni budgétaire du fait des zizanies politiques, il risquerait l'enfoncement économique et européen progressif.

Le redressement des comptes publics peut-il nuire à la croissance ?

Non, la France n'a pas aujourd'hui à choisir entre le redressement budgétaire et la croissance. Nous ne savons pas quel sera précisément le déficit budgétaire l'an prochain : nous nous fondons donc dans nos prévisions sur une hypothèse de travail se situant entre 5 % et 5,5 % du PIB associée à l'adoption d'un nouveau budget. C'est la fourchette de déficit « arrondie à 5 % », où la France serait encore dans la zone de crédibilité. À l'inverse, si notre déficit devait être plus haut, vers les 6 %, notre pays serait dans la zone de fragilité, avec sanction européenne et risque de perte de confiance des investisseurs.

En outre, cela n'améliorerait pas la prévision de croissance, car moins de consolidation budgétaire générerait plus d'incertitude. Ce qu'on gagnerait apparemment en soutien keynésien traditionnel serait plus que perdu du côté de la confiance, sur les investissements des entreprises comme sur la consommation des ménages. Ceux-ci sont aujourd'hui 86 % à être inquiets du niveau de la dette.

Comment redresser nos finances publiques ?

Notre destin budgétaire est heureusement encore entre nos mains. La solution passe d'abord par des économies de dépenses, pour une raison non idéologique mais très pratique : notre modèle social, auquel je suis très attaché, nous coûte nettement plus cher que chez nos voisins. Les dépenses publiques en France représentent 57 % du PIB en 2023, contre 47,7 % en moyenne dans le reste de la zone euro. Ce qui fait 9,3 points de différence, soit 260 milliards d'euros. Si nous parvenons à des dépenses plus efficaces sur une partie de cet écart, nous aurons en grande partie résolu notre problème de finances publiques. Je ne dis pas que cela est facile, mais c'est possible. Ceci dit, pour commencer le redressement en 2025, des hausses d'impôt ciblées sont sans doute également nécessaires : ciblées, c'est-à-dire ne touchant pas les PME ni l'ensemble des classes moyennes.

Au-delà d'un déficit 2025 « proche des 5 % », il y a une autre ancre impérative : revenir d'ici 2029 à 3 % de déficit. C'est le respect de nos propres engagements européens ; c'est surtout le niveau de déficit qui enfin stabilisera notre endettement par rapport au PIB, en nous ramenant à « l'équilibre primaire » du budget, hors charges d'intérêts. Pour ces années suivantes, les économies de dépenses, plus lentes à mettre en place, seront fondamentales.

Les plans sociaux se multiplient. Les entrepreneurs sont nombreux à geler leurs embauches. Voyez-vous une remontée du chômage en 2025 ?

N'oublions pas notre succès dans la durée : depuis 2014, la France a créé plus de 2 millions d'emplois et le taux de chômage est passé de plus de 10 % à l'époque à 7,4 % en 2024. Nous prévoyons une remontée modérée, qui se situerait temporairement entre 7,5 et 8 % en 2025-2026. Les plans sociaux sont une réalité difficile, mais il y a aussi des créations d'emplois. Un tiers (32 %) des entreprises se plaint encore de difficultés de recrutement. La France n'est pas encore arrivée au plein-emploi, soit un taux de chômage limité, à 5 %, mais il faut garder ce cap. Et il faut pour cela accélérer la croissance en Europe.

Comment faire ?

La « croissance potentielle » -la vitesse de croisière de l'économie- a été divisée par deux en vingt ans, à un peu plus de 1 % en France, un peu moins en Allemagne. Et l'écart avec les États-Unis se creuse. Si l'élection présidentielle américaine doit servir à une chose, c'est bien à réveiller l'Europe. Nous, Européens, avons des atouts mais ils sont trop souvent divisés par 27. Les rapports Draghi et Letta ont bien tracé la route en proposant des solutions qui ne coûtent pas. Approfondir le marché unique qui pèse autant que le marché américain mais est beaucoup trop fragmenté ; réaliser l'Union de l'épargne et de l'investissement pour utiliser en Europe nos 300 milliards d'euros d'épargne qui s'en vont ailleurs chaque année. Enfin, nous avons trop de normes et de bureaucratie, et pas assez d'innovation. Venant de Mario Draghi, cet appel aux simplifications, qui rejoint les aspirations très fortes des PME comme de nos concitoyens, a du poids.

Dans ce contexte assez morose, un point positif ressort : l'inflation. La bataille est-elle définitivement gagnée ?

La victoire est proche, et quasiment assurée. L'inflation avait dépassé 10 % en zone euro il y a deux ans. Elle est retombée aujourd'hui à 2,3 %, et même en France à 1,7 %. L'inflation européenne devrait se stabiliser durablement autour de notre objectif de 2 % dès le premier semestre 2025. Il en ressort deux conséquences positives : la première, plus de pouvoir d'achat pour les ménages. Depuis le début 2024, les salaires croissent en moyenne plus vite que les prix en France. La consommation devrait donc repartir, sous réserve que le taux d'épargne ne remonte pas faute de confiance. Ensuite, la désinflation nous permet de baisser nos taux d'intérêt.

Jusqu'où va se poursuivre la baisse des taux de la BCE ?

Le bon sens est que nous allions dans une première étape vers ce que l'on appelle le taux neutre, c'est-à-dire la frontière entre une politique restrictive pour freiner l'inflation, et une politique accommodante -comme lors du Covid. Selon les estimations de la BCE, ce taux neutre se situe entre 1,7 % et 2,5 %. À 3 %, nos taux sont encore significativement au-dessus, même s'ils sont nettement inférieurs à ceux de la Fed américaine et de la Banque d'Angleterre.

Budget 2025 : quels sont les risques liés à une dette élevée ?

Le gouvernement veut faire 60 milliards d'euros d'économies en 2025 pour contrebalancer les effets d'un endettement en forte hausse.

Avec les discussions houleuses sur le budget 2025 à l'Assemblée nationale, la question de la dette publique est revenue sous les projecteurs. Au-delà de son niveau élevé (112 % du PIB), la dette inquiète par les coûts croissants qu'elle engendre pour l'État, contraint chaque année d'en rembourser une partie, alourdie des intérêts. Selon les prévisions de Bercy, cette « charge de la dette » devrait sensiblement augmenter dans les prochaines années, passant de 46 milliards d'euros -pour un total de 3 230 milliards- en 2024, à 75 milliards en 2027.

« La dette publique (...) affiche un coût de plus en plus élevé qui contraint toutes les autres dépenses, obère la capacité d'investissement du pays et l'expose dangereusement en cas de nouveau choc macroéconomique », a alerté la Cour des comptes en juillet. *« Si nous ne faisons rien, [les frais de remboursement de la dette] deviendront le premier poste de dépenses de l'État »,* a mis en garde le ministre de l'économie et des finances, Antoine Armand, en présentant son projet de loi de finances. Comment en est-on arrivé là, et doit-on s'en inquiéter ?

Comment s'est constituée la dette de la France ?

L'État s'endette de manière récurrente pour financer les dépenses publiques de fonctionnement et d'investissement. Il emprunte, paie les intérêts (les « coupons »), rembourse à échéance et contracte de nouveaux emprunts.

Historiquement, la France a recouru à diverses modalités d'endettement, en faisant par exemple appel à l'épargne des Français, de façon libre (l'« emprunt Balladur » de 1993) ou contrainte (l'« emprunt forcé » de Pierre Mauroy en 1983), ou en imposant aux banques d'acheter sa dette. Mais aujourd'hui, elle emprunte essentiellement sur les marchés financiers.

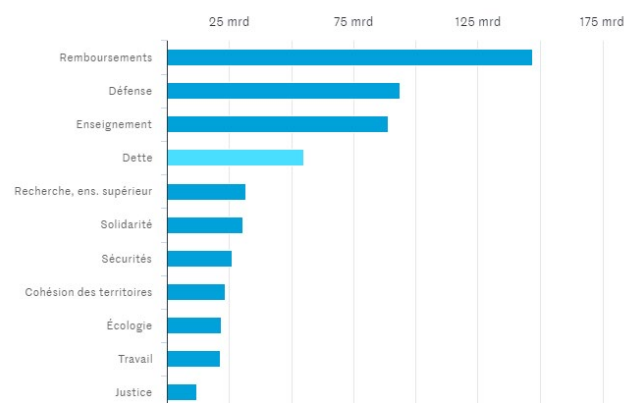
C'est l'Agence France Trésor (AFT), logée au cœur de Bercy, qui est chargée de gérer ces opérations. L'AFT prévient les investisseurs qu'elle va avoir un besoin de financement. Chaque acteur dit combien il est prêt à mettre et, en fonction des offres, l'AFT attribue des lots aux taux les plus intéressants pour elle.

Que représente la charge de la dette actuellement ?

Chaque année, la France doit payer à ses créanciers des intérêts sur la dette qu'elle a empruntée : ces frais, appelés « charge de la dette » ou « service de la dette », sont considérés comme l'une des dépenses du budget de l'État. Avec 54,9 milliards d'euros d'autorisations d'engagement en 2025, selon les projections du gouvernement, cette charge devrait représenter le quatrième poste de dépense publique, largement devant le budget de la sécurité ou de l'écologie, mais derrière l'éducation nationale, la défense ou les remboursements d'impôts aux entreprises et aux particuliers (en vertu de niches fiscales ou de dispositifs incitatifs).

La charge de la dette est le quatrième poste du budget 2025

Autorisations d'engagement pour 2025 au titre du budget général. La catégorie « dette » recouvre à la fois la charge de la dette de l'Etat et celle de SNCF Réseau, qui a été reprise par l'Etat.



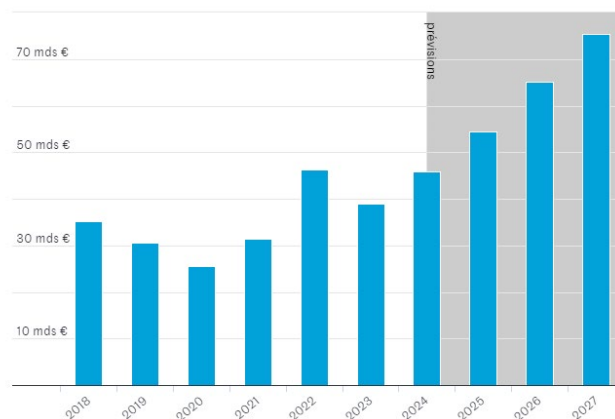
Source : [PLF2025](#)

¶ Chiffres du projet de loi de finances (PLF), présentés en « *comptabilité budgétaire* »

Le budget consacré au remboursement de la dette de l'État, qui devrait représenter en 2025 autour de 1,8 % du PIB, a sensiblement augmenté ces dernières années : en 2018, il ne représentait encore que 35,2 milliards. Et cette tendance devrait encore s'accroître au cours des prochaines années : la charge de la dette pourrait représenter 75 milliards d'euros en 2027, soit 2,4 % du PIB. Sans compter que ce chiffre ne prend pas en compte la charge de la dette des collectivités territoriales et des organismes de sécurité sociale, calculée à part.

Une charge de la dette attendue en forte hausse

Charge de la dette de l'Etat en comptabilité générale. Avec des taux proches de zéro, les intérêts payés par l'Etat pour emprunter ces dernières années ont diminué. C'est l'inverse désormais avec le rebond des taux autour de 3 %. L'année 2022 a par ailleurs été marquée par une inflation importante qui s'est répercutée sur les emprunts à taux variable (environ 10 % de la dette).



Source : [Rapport sur la dette](#)

Qu'est-ce qui explique la hausse de cette charge ?

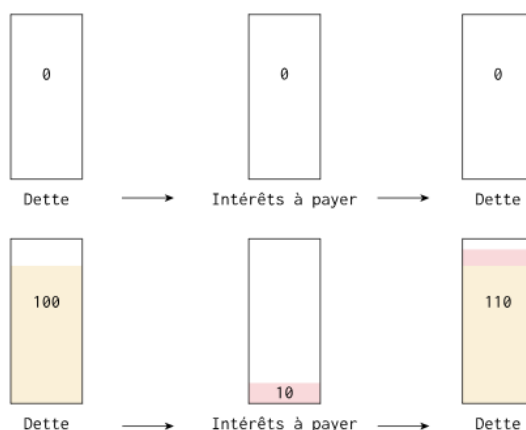
L'augmentation observée au cours des dernières années s'explique, d'une part, par la flambée de l'inflation, particulièrement marquée lors de la période 2022-2023. En effet, les quelque 10 % des emprunts de l'État consentis à taux variable sont liés à l'inflation (française et européenne). Quand

les prix à la consommation se sont envolés, ces emprunts ont suivi : en 2022, ces « coûts d'indexation » se sont élevés à 23 milliards d'euros, soit presque la moitié des intérêts versés sur l'année. En 2023, cette somme a toutefois diminué, s'établissant à 8,9 milliards d'euros.

Le renchérissement du coût de la dette française tient aussi à l'augmentation générale des taux d'intérêt au cours des dernières années. En relevant ses taux directeurs à un niveau jamais atteint en 2023 pour combattre l'inflation, la Banque centrale européenne a entraîné à la hausse l'ensemble des taux d'intérêt de la zone euro, pour les États comme pour les particuliers et les entreprises. S'ils ont ensuite baissé en 2024, ils restent à un niveau élevé. Résultat : la France emprunte aujourd'hui à 3 % environ (pour ses emprunts à taux fixe sur dix ans), contre autour de 0 % en 2021. Ce taux s'applique à la nouvelle dette qu'elle lève, mais aussi au renouvellement des dettes anciennes.

Enfin, plus prosaïquement, la charge de la dette augmente parce que... la dette augmente. Au cours des dix dernières années, elle a gonflé de 1 000 milliards, soit 112 % du PIB français. Pour combler ses budgets en déficit, d'année en année, l'État a dû accroître ses emprunts. Les intérêts à rembourser s'additionnent, et viennent encore creuser la dette, dans une forme de cercle vicieux.

Les intérêts des emprunts alourdissent la dette



¶ Schéma issu de « Coronavirus : d'où viennent tous ces milliards des plans de relance ? » de Maxime Vaudano et Mathilde Damgé, article publié le 23 avril 2020.

Comme l'expliquait en avril la Cour des comptes, ces phénomènes peuvent se combiner : ainsi « la très forte croissance du volume de la dette de l'État depuis 2008 renforce de façon marquée sa sensibilité aux mouvements de taux ».

Existe-t-il un niveau maximal à ne pas dépasser ?

En amont des discussions budgétaires, le ministre de l'économie et des finances, Antoine Armand, s'est inquiété de la situation, sous-entendant que le recours de la France à la dette pourrait un jour ne plus être possible : « Si nous ne pouvons plus nous financer sur les marchés, nous ne pourrions pas continuer de préparer l'avenir avec le nucléaire et les nouvelles technologies, et nous dépendrions des autres. » Mais à partir de quand l'endettement devient-il insoutenable, risquant d'aboutir au défaut de paiement ?

Il n'existe pas de consensus sur un seuil à partir duquel la France serait dans l'incapacité de se financer sur les marchés financiers. L'accès de l'État à la dette dépend surtout de la confiance des marchés dans sa capacité à la rembourser. Celle-ci est influencée par plusieurs facteurs, dont les avis des agences de notation (notamment Fitch, Standard & Poor's, Moody's) sur la situation budgétaire des États. Dernier en date : l'avertissement adressé le 25 octobre à la France par Moody's, qui s'inquiète que « *la détérioration* » des finances publiques ait « *dépass[é] [ses] attentes* », sans toutefois abaisser sa note dans l'immédiat.

Or, moins les marchés financiers ont confiance, plus les taux d'intérêt consentis aux États sont hauts. Ces derniers mois, les incertitudes politiques liées à la dissolution de l'Assemblée nationale et aux controverses budgétaires ont contribué à renchérir les taux auxquels la France emprunte, comparativement à ses voisins. Le 26 septembre, celui des emprunts à cinq ans a symboliquement légèrement dépassé le taux de la Grèce, et avoisine aussi le taux espagnol.

Malgré ces « signaux », la France ne court pas de risque à court terme. Lorsque les emprunts arrivent à maturité et qu'il faut en souscrire de nouveaux, l'État français parvient encore à obtenir des taux intéressants, car lui prêter de l'argent demeure un placement sûr. À chaque émission, l'AFT place donc sa dette sans problème, y compris cet été en l'absence de majorité à l'Assemblée. L'euro, monnaie commune, limite les attaques spéculatives, et permet de bénéficier du soutien de la BCE en cas d'offensive des marchés.

Par ailleurs, la situation de la France n'a rien d'unique : dans les pays occidentaux, la dette publique n'a cessé de croître avec la baisse de la croissance et la libéralisation des marchés financiers, offrant aux États des possibilités de financements généreuses. En valeur absolue, la dette du Royaume-Uni a ainsi été multipliée par six en vingt ans. De plus, malgré leur léger décrochage récent, les taux français restent pour l'instant dans la moyenne européenne, notamment à long terme et bien inférieurs aux records des années 1980, par exemple.

Quelle est l'ampleur du risque sur le plan financier ?

Le risque qui est brandi par le gouvernement repose davantage sur le « *coût* » de cette dette pour les finances publiques : à l'avenir, peut-on dépenser « *plus d'argent pour rembourser nos emprunts que pour nos écoles, notre sécurité ou notre tissu économique ?* », s'est ainsi interrogé Antoine Armand. L'important montant des intérêts dus par l'État incite les gouvernements à réduire les enveloppes attribuées aux autres postes de dépenses publiques, ou à augmenter les impôts. Celui de Michel Barnier se fixe pour objectif 60 milliards d'euros d'économies pour 2025, montant qui s'approche des 55 milliards qui seront absorbés l'an prochain par le paiement des intérêts de la dette.

La droite s'inscrit aussi dans cette ligne d'« *effort* » budgétaire, prônant moins d'impôts et plus d'économies, quand la gauche dénonce un plan d'austérité « *violent* », qui pourrait entraver la croissance et limiter les recettes de l'État, accroissant ainsi le déficit : « *Je pense que ça va produire une récession économique et que ce n'est vraiment pas la bonne manière de s'attaquer au problème de l'augmentation des déficits publics* », avait estimé Manuel Bompard, le coordinateur de La France insoumise, en octobre. Pour une partie des rangs à gauche, des solutions alternatives existent, comme l'annulation des dettes publiques – induisant bien d'autres types de risques.

Léa Sanchez
Mathilde Damgé

Rapport sur la dette des administrations publiques

(...)

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

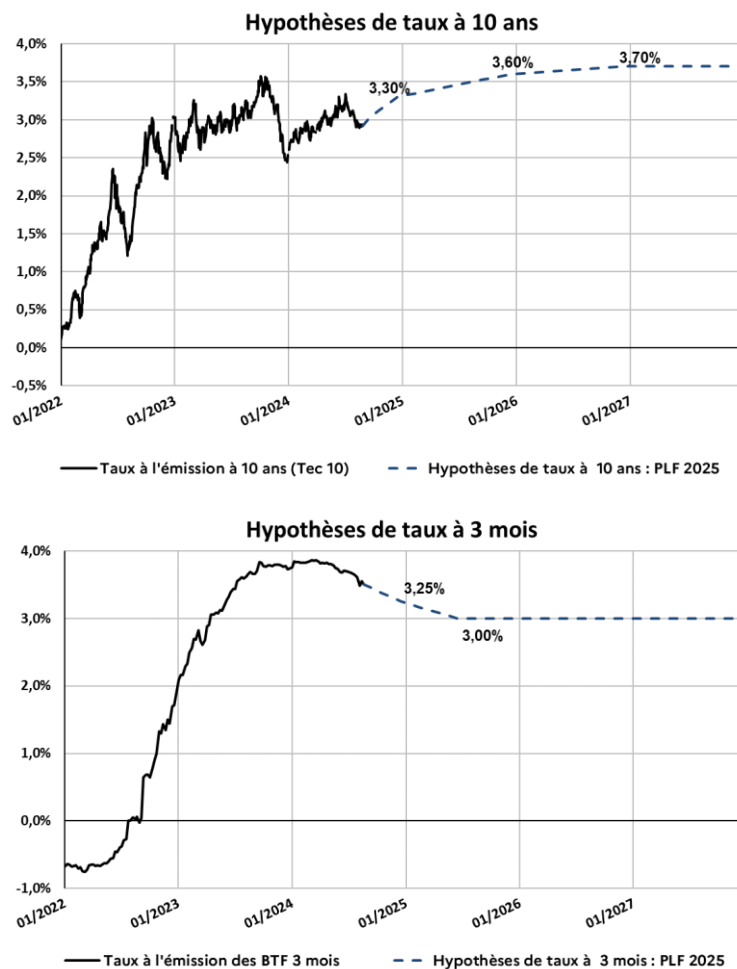
A la suite de la forte hausse de l'inflation en France et dans la zone euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) a engagé à l'été 2022 une normalisation de la politique monétaire qui s'est poursuivie en 2023. En 2024, la BCE a abaissé ses taux directeurs d'un quart de point de pourcentage à deux reprises, 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

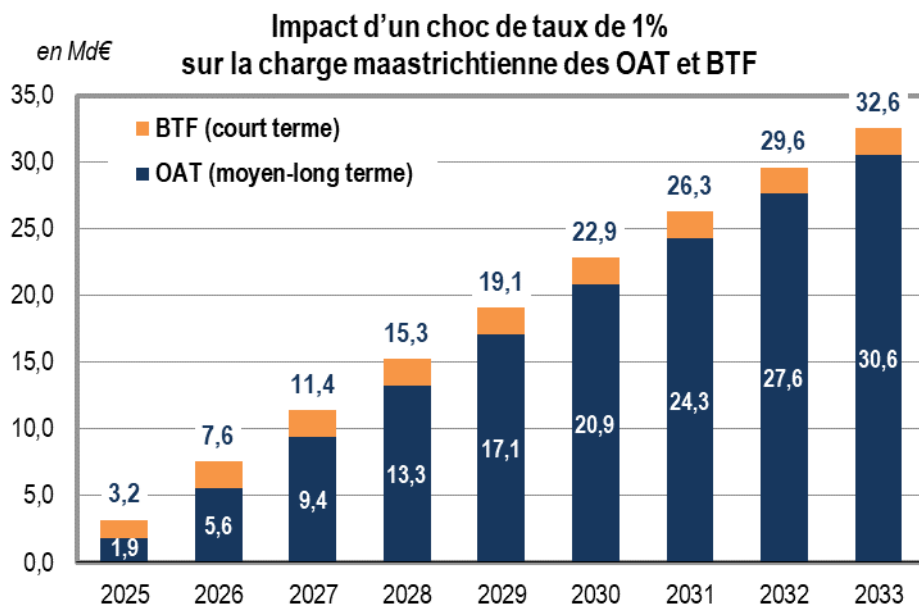


Source : AFT

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 maastrichtienne)



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.

(...)

Debt Sustainability Monitor 2023

EXECUTIVE SUMMARY

1. DEBT DYNAMICS: NAVIGATING RISKS IN TODAY'S ECONOMIC LANDSCAPE

The EU economy appears set for a delayed rebound in growth amid faster easing of inflation

After subdued growth in 2023, the EU economy has entered 2024 on a weaker footing than previously expected. Already towards the end of 2022, the economic expansion came to an abrupt end and activity has since been broadly stagnating, against the background of falling household purchasing power, collapsing external demand, forceful monetary tightening and the partial withdrawal of fiscal support in 2023. Economic activity is expected to gradually accelerate in 2024. Headline inflation has declined faster than expected in 2023, largely driven by falling energy prices. As inflation has declined, real wage growth and a resilient labour market should support a pick-up in consumption. Despite falling profit margins, investment should benefit from a gradual easing of credit conditions and the continued implementation of the Recovery and Resilience Facility. According to the Commission's 2024 winter forecast, the EU economy is expected to grow by 0.5% in 2023, 0.9% in 2024 and 1.7% in 2025. In the EU, the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) inflation is projected to fall from 6.3% in 2023 to 3.0% in 2024 and 2.5% in 2025. ⁽¹⁾

Fiscal positions improved slightly in 2023

After reaching the historically high level of 6.7% of GDP in 2020 following the COVID-19 pandemic, the EU aggregate budget deficit fell to 3.3% in 2022. According to the Commission's 2023 autumn forecast, it is projected to decline slightly to 3.2% of GDP in 2023. Crisis-related fiscal measures are estimated to have declined significantly, thanks to the full phasing out of pandemic-related temporary measures, a reduction in subsidies to private investment and a lower net budgetary impact of energy-related measures. The less favourable economic environment and higher interest expenditure are projected to have had a deficit-increasing effect in 2023. The EU aggregate debt-to-GDP ratio fell significantly to 85% at the end of 2022 from a historically high level close to 92% at the end of 2020. This decline was due to the strong post-pandemic economic recovery and high inflation, while high primary deficits continued to lift debt levels. The EU aggregate debt ratio is set to continue to decline to 83% of GDP in 2023 helped by inflation and a slight reduction of the primary deficit, while higher interest rates on new debt issuances should raise interest expenditure only gradually thanks to the long maturity of public debt. At the same time, subdued real GDP growth is expected to hardly contribute to the debt decline in 2023.

Deficit and debt ratios remain high in many Member States

According to the Commission's 2023 autumn forecast, the EU aggregate deficit is projected to fall to 3.2% of GDP in 2023, 2.8% of GDP in 2024 and 2.7% of GDP in 2025. This decline is mostly driven by the significant reduction in energy-related measures, while higher interest expenditure are set to increase the deficit. In 2024, twelve EU Member States are expected to have a deficit above 3% of GDP. This number is expected to rise to thirteen in 2025 under a no policy change assumption. The EU aggregate debt ratio is projected to decline to around 83% of GDP in 2023 and to broadly stabilise in 2024 and 2025 above the 2019 level of around 79% of GDP. The interest

⁽¹⁾ The Commission 2024 winter forecast published in February 2024 is an interim forecast which only provides an update of the GDP growth and inflation forecast. It is broadly similar to the Commission 2023 autumn forecast, which is the basis of this report.

rate-growth differential is projected to become less favourable as the growth of the GDP deflator decelerates and interest expenditure continues to rise. Primary deficits are projected to continue to weigh on debt developments. Six Member States are expected to still have debt ratios well above 90% of GDP in 2025, and another seven above 60% of GDP.

Financing conditions have eased somewhat but remain tighter than in the past

Most EU central banks tightened monetary policy further in 2023 in response to rising inflationary pressures, albeit slightly less than in 2022. Financial markets expect policy rates in the EU have peaked in 2023. Government bond yield spreads have risen in several Member States in 2022 but have fallen in 2023 remaining contained from a historical perspective. The impact of higher interest rates on government debt burdens is expected to be gradual in many Member States, as debt maturities have been lengthened over the past decade. Sovereign ratings remain favourable and stable on average across the EU, with differences between Member States. Overall, financing conditions in many EU countries have eased somewhat compared to autumn 2022 but remain tighter than in the period before.

The outlook is surrounded by high uncertainty amid geopolitical tensions

Protracted geopolitical tensions and the broadening of the Middle East conflict to the Red Sea tilt the balance of risks towards more adverse outcomes. Additional trade disruptions could bring renewed stress to supply chains, hampering production and adding price pressures. Domestically, a faster recovery of consumption, higher-than-expected wage growth and a lower-than-anticipated fall in profit margins could hold back the disinflation process. On the downside, a more persistent transmission of the still tight monetary conditions could further delay the rebound in economic activity, pushing inflation lower. Climate risks and the increasing frequency of extreme weather events continue to pose threats.

2. DEBT SUSTAINABILITY MONITOR 2023: METHODOLOGY AND USE IN THE EU FISCAL SURVEILLANCE FRAMEWORK

This report presents an update of the Commission's fiscal sustainability risk assessment

The assessment of fiscal sustainability risks presented in this report is based on latest available information as of March 2024, including updated ageing costs. The Debt Sustainability Monitor (DSM) 2023 is based on the Commission 2023 autumn forecast (which is the latest full-fledged forecast). It relies on the commonly agreed methodology of the Economic Policy Committee (EPC) for projecting medium-term GDP growth, ⁽²⁾ which takes into account the expected impact of implemented reforms. The DSM also reflects the agreed long-term economic and budgetary projections of the Ageing Report 2024, jointly prepared by the European Commission and the EPC. The latter are reflected both in the DSA and the fiscal sustainability indicators. ⁽³⁾

⁽²⁾ GDP growth over 10 years is projected in line with the EU commonly agreed methodology. It incorporates the expected favourable impact of implemented reforms (see Blondeau, F., Planas, C. and A. Rossi (2021): Output gap estimation using the European Union's commonly agreed methodology: Vade mecum and manual for the EUCAM software, European Commission Discussion Paper, 148, October).

⁽³⁾ See Ageing Report 2024, Volume 1 for the macroeconomic projections (published in November 2023) and the forthcoming Ageing Report 2024, Volume 2 for the budgetary projections. The latter were endorsed by the EPC in January 2024 and will be published in the Ageing Report in the second quarter of 2024.

The assessment is based on the well-established fiscal sustainability risk framework of the Commission

Fiscal sustainability risks are assessed with the Commission's well-established comprehensive fiscal sustainability risk framework. This framework integrates findings from the debt sustainability analysis (DSA) and fiscal sustainability indicators. It offers a coherent view of fiscal sustainability risks over short, medium, and long-term horizons across countries, based on a set of transparent criteria.

The report introduces one main methodological improvement

This edition of the Debt Sustainability Monitor brings one main methodological improvement relative to the 2022 issue, regarding the assumption on stock-flow-adjustments (SFA) beyond the short-term forecast horizon. SFA represents the difference between the change in government debt and the government balance. This variable is affected by various drivers and tends to be highly volatile, hence difficult to predict over the medium term. For this reason, it was generally assumed that SFA returned to zero beyond the short-term forecast horizon. However, in some cases, SFA appear to be significantly and systematically different from zero, due to structural factors (e.g., the build-up of public pension funds, or deferred interests linked to official loans). Based on horizontal criteria, and notably making use of the latest Ageing Report projections, the DSA now includes a non-zero SFA assumption where necessary to take account of these cases (see special issue Chapter 2 of Part II). A couple of additional technical adjustments were made to the approach: the no-fiscal-policy-change assumption, used in assessing medium- and long-term fiscal sustainability risks, was re-anchored on the first forecast year (T+1) for the needs of the reformed Stability and Growth Pact (previously anchored on the second forecast year (T+2), see special issue Chapter 1 of Part II)). Finally, the treatment of the underlying quarterly data for the stochastic projections was enhanced (see Annex A4).

The findings of the DSM are highly relevant for the EU fiscal surveillance process

The analysis of fiscal sustainability risks presented in this report contributes to the monitoring and coordination of Member States' fiscal policies. It plays a key role for the surveillance under the Stability and Growth Pact (SGP) and the European Semester, including the formulation of structural-fiscal country-specific recommendations and post-programme surveillance.

The debt sustainability analysis will play a greater role in the reformed EU economic governance framework

In February 2024, the European Parliament and the Council have reached a provisional political agreement on the most ambitious and comprehensive reform of the EU's economic governance framework since the aftermath of the economic and financial crisis.⁽⁴⁾ The objectives of the reformed framework are to strengthen Member States' debt sustainability and to promote sustainable and inclusive growth in all Member States through growth-enhancing reforms and investments.

The new fiscal governance framework takes account of different fiscal challenges. In particular, it introduces risk-based surveillance, which differentiates between Member States according to their individual fiscal positions. For Member States with a government deficit above 3% of GDP or a public debt above 60% of GDP, the Commission will issue a country-specific "reference trajectory". This trajectory will provide guidance to Member States in preparing their plans and will ensure that debt is put on a plausible downward path or stays at prudent levels, and that the deficit is

⁽⁴⁾ See the provisional political agreement of 10 February 2024 available at <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/10/economic-governance-review-council-and-parliament-strike-deal-on-reform-of-fiscal-rules/>.

brought and maintained below 3% of GDP over the medium-term. The approach also includes safeguards to ensure a minimum debt decline (the debt sustainability safeguard) and to provide a safety margin below the Treaty deficit reference value of 3% of GDP (the deficit resilience safeguard). Member States with a government deficit below 3% of GDP and public debt below 60% of GDP will have to ensure in their plans that the deficit is maintained below 3% of GDP over the medium term and that debt remains below 60% of GDP. These Member States can request technical information from the Commission. As foreseen in the regulation, ⁽⁵⁾ for the first round of plans, the plausibility of public debt declining in the medium term should be based on the methodology described in this Debt Sustainability Monitor 2023. A working group for debt sustainability analysis will explore possible methodological improvements, including on underlying assumptions. The plans will be assessed by the Commission and endorsed by the Council, based on common EU criteria, while a single operational indicator – net primary expenditure – will serve as the basis for the monitoring and the assessment of compliance.

3. KEY RESULTS: RISKS ARE SIGNIFICANT IN THE MEDIUM AND LONG TERM

Short-term fiscal risks are considered to be overall low despite some vulnerabilities

Chapter 1 of Part I shows that short-term fiscal sustainability risks are overall low for 2024 (see Table 1 and 2 for an overview). According to the Commission's early-warning indicator S0, all countries have values below the critical threshold in 2023, indicating overall low risks of fiscal stress in 2024. This positive result can be largely attributed to the absence of large risks to macroeconomic stability in the short term. However, the sub-components of S0 show that fiscal vulnerabilities persist in five countries (Italy, Belgium, Spain, France and Hungary), notably driven by sizeable government gross financing needs. Different financial market indicators show that financing conditions in many EU countries eased somewhat in 2023, though remaining less favourable than prior to the last crises. Sovereign ratings are still favourable and stable on average across the EU, despite some differences across Member States.

Over the medium term, government debt is expected to decline only temporarily in case of no policy action

Chapter 2 of Part I shows that, for the EU as a whole, the debt ratio is projected to decline slightly until 2026, after which a gradual increase in the costs of ageing and interest expenditure would reverse the trend. In the baseline, the interest-growth rate differential becomes less favourable for debt reduction over the projection period, i.e. by 2034, mainly due to rising implicit interest rates. By 2027, the favourable impact of this differential will no longer be large enough to mitigate the increasing pressure of ageing costs on public finances. An alternative scenario shows that the debt increase could occur later if the structural primary balance returned to the small deficit observed on average over the past 15 years (compared with the larger deficit assumed in the baseline). Conversely, a more limited fiscal adjustment than in the baseline, a less favourable interest-growth rate differential or temporary financial stress would worsen debt dynamics. Moreover, the stochastic projections point to significant uncertainty around the baseline. With an 80% probability, debt will lie between 82% and 99% in the euro area

⁽⁵⁾ See Recital (14c) of the proposed regulation referred to in footnote (4).

Medium-term risks are high in nine Member States and medium in another eleven countries

as a whole by 2028, falling below the 2023 level with a 53% probability. In 2028, the debt ratio could stand above or below 90% with equal probability.

Nine Member States are found to be at high fiscal sustainability risk in the medium term (Belgium, Greece, Spain, France, Italy, Portugal, Romania, Slovakia and Finland). The high-risk classification is mainly driven by the debt dynamics under the no-fiscal policy-change baseline, with either currently high and rising debt ratios (Belgium, Spain, France and Italy), debt rising above 90% of GDP (Romania, Slovakia and Finland), or debt falling but remaining high, while the assumed fiscal position is ambitious by historical standards (Greece). In several cases, the stochastic analysis confirms the high risk of an upward trend over the next five years (Belgium, Spain, France, Italy and Finland) and shows significant uncertainty around the baseline projections (Greece, Portugal and Romania). Vulnerability to more adverse assumptions, in particular in the event of less favourable macro-financial conditions or a weaker fiscal position, also explains the classification (Portugal). Projected financing needs suggest that countries with the highest debt ratios are more exposed to potential liquidity challenges.

Medium-term fiscal sustainability risks are medium in eleven Member States (Bulgaria, Czechia, Germany, Croatia, Cyprus, Lithuania, Hungary, Malta, Austria, Poland and Slovenia). In a first group of six countries (Poland, Bulgaria, Malta, Czechia, Lithuania and Slovenia), debt is projected to increase steadily over the medium term. In Poland and Slovenia, debt is projected to exceed 60% of GDP, although there appears to be room for fiscal consolidation⁽⁶⁾ as the expected fiscal position is weaker than the historical average. In Malta, debt remains slightly below 60% of GDP in the baseline, but is vulnerable to more adverse conditions, in addition to the high uncertainty indicated by the stochastic analysis. In Czechia and Lithuania, debt, although on a rising trend, would remain below 60% of GDP in all scenarios, but with only moderate fiscal consolidation space by historical standards. Bulgaria, on the other hand, has available fiscal consolidation space, but is considered at medium risk due to very high uncertainty about debt dynamics over the next five years, based on historical volatility. A second group of three countries (Germany, Austria and Croatia) are projected to initially see their debt fall and then rise again, either remaining below or exceeding their initial levels by 2034, depending on the scenario. In addition, Austria's debt would remain well above 60% of GDP, but with room for adjustment by historical standards. Finally, in the last two countries (Cyprus and Hungary), debt is projected to fall. For Cyprus, it would fall well below 60% of GDP, but with high uncertainty and based on an ambitious fiscal position by historical standards. In Hungary, debt would approach 60% of GDP in some scenarios, but with only moderate policy space for additional consolidation by historical standards.

In the remaining seven Member States (Denmark, Estonia, Ireland, Latvia, Luxembourg, the Netherlands and Sweden), medium-term fiscal sustainability risks are low. In these countries, the baseline, deterministic scenarios and stochastic projections all indicate low risk. The few sources of

⁽⁶⁾ This indicator measures where the assumed structural primary balance stands by historical standards. However, it doesn't preclude future policy action to improve public finances.

Long-term risks are high in five and medium in fourteen EU countries

vulnerability do not change this classification. In particular, debt is on an upward trend in Estonia, Latvia, Luxembourg and (after an initial decline) the Netherlands, while remaining below 60% of GDP. Some uncertainty is also estimated for Estonia and Ireland, reflecting historical volatility. ⁽⁷⁾

Chapter 3 of Part I concludes that five Member States face overall high long-term fiscal sustainability risks (Belgium, Luxembourg, Malta, Slovenia, and Slovakia). The classification reflects a significant increase in ageing costs in all countries, in particular due to higher pension expenditure. In Belgium, Malta, and Slovakia, the unfavourable initial budgetary position is also an important factor.

Fourteen Member States show overall medium long-term fiscal sustainability risks (Bulgaria, Czechia, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Lithuania, Hungary, the Netherlands, Austria, Poland, Romania and Finland). This assessment is generally driven by the S2 indicator, mainly due to the projected increase in ageing costs (Czechia, Germany, Ireland, Spain, Lithuania, Hungary, the Netherlands and Austria). In addition, the unfavourable initial budgetary position is a significant factor for Bulgaria, France, Poland, and Romania. For Finland, both factors are equally important. In Italy, the overall risk classification is mainly driven by the S1 indicator, which points to a significant fiscal effort needed to reduce the debt-to-GDP ratio to 60% by 2070.

In the remaining eight Member States (Denmark, Estonia, Greece, Croatia, Cyprus, Latvia, Portugal and Sweden), long-term fiscal sustainability risks are low. This reflects both contained cost of ageing over the long-term and favourable initial budgetary positions in most cases. In the cases of Croatia and Latvia decreasing ageing costs offset the impact of a relatively less favourable initial budgetary position, while in the case of Cyprus, it is the favourable initial budgetary position that offsets the impact of the significant projected increase in ageing costs. In some cases (Cyprus and Portugal), the low-risk classification rests on the assumption of a relatively large structural primary surplus by historical standards.

Several additional factors need to be taken into account in a balanced assessment of fiscal sustainability risks

Chapter 4 of Part I analyses additional risk factors as a complement to the quantitative results of the framework to ensure a balanced overall assessment of fiscal sustainability challenges. These factors are only partially factored in the quantitative results of the framework.

On the downside, the share of short-term debt, which had increased in many Member States as a result of the COVID-19 pandemic, remains non-negligible in some cases. Some non-euro area Member States are also exposed to foreign exchange rate risks. A snapshot analysis of bank balance sheets points to contained vulnerabilities in most Member States. Simulations based on the Commission's SYMBOL model show that (implicit) contingent liabilities' risks linked to the banking sector persist only in few Member States, and under a severe stressed scenario.

⁽⁷⁾ In the case of Ireland, alternative metrics to GDP, such as GNI* used at national level, would result in a higher projected debt ratio.

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

6

JO L du 30.4.2024

- (...) À compter du 1^{er} mai 2032, les institutions budgétaires indépendantes concernées émettent ces avis, pour autant qu'elles aient constitué des capacités suffisantes. L'absence d'avis d'une institution budgétaire indépendante dans un délai raisonnable n'empêche pas un État membre de présenter son plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé. S'il est disponible, l'avis de l'institution budgétaire indépendante est joint au plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé présenté à la Commission.
4. Aux fins de l'élaboration par un État membre d'un plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé conformément au paragraphe 1 ou 2, la Commission transmet à cet État membre et au comité économique et financier une nouvelle trajectoire de référence ou, à la demande de cet État membre, de nouvelles informations techniques.
5. La nouvelle trajectoire de référence, qui tient compte de l'ajustement passé de l'État membre concerné, ou de son absence d'ajustement, ne repousse pas l'effort d'ajustement budgétaire en fin de période et, en principe, ne conduit pas à un moindre effort d'ajustement budgétaire.
6. Si un plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé est présenté, les articles 12, 13, 14 et 16 à 20 s'appliquent.
7. Le cas échéant, la Commission évalue, en particulier, si une prolongation de la période d'ajustement doit s'appliquer ou continuer de s'appliquer dans le cadre du plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé. L'évaluation de la Commission tient compte de la mise en œuvre de l'ensemble d'engagements en matière de réformes et d'investissements qui sous-tendait la prolongation au titre du plan budgétaire et structurel national à moyen terme initial, ainsi que des changements qu'apporte le plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé en ce qui concerne les défis posés par la dette publique.

Article 16

Évaluation par la Commission des plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme

1. La Commission évalue chaque plan budgétaire et structurel national à moyen terme dans un délai de six semaines suivant sa présentation. L'État membre concerné et la Commission peuvent convenir, si nécessaire, de prolonger ce délai, en principe de deux semaines au maximum.
2. Lorsqu'elle évalue un plan budgétaire et structurel national à moyen terme, la Commission examine, pour chaque État membre, si la trajectoire des dépenses nettes satisfait aux exigences de placer ou de maintenir la dette publique sur une trajectoire descendante plausible avant la fin de la période d'ajustement, ou si elle se maintient à des niveaux prudents inférieurs à 60 % du PIB et qu'elle ramène et maintient le déficit public en dessous de 3 % du PIB à moyen terme.
3. Lorsqu'elle évalue le plan budgétaire et structurel national à moyen terme, la Commission examine, pour les États membres qui ont reçu une trajectoire de référence, si leur trajectoire des dépenses nettes satisfait aux exigences énoncées aux articles 6, 7 et 8.
4. La Commission examine, pour tous les États membres, si leur plan budgétaire et structurel national à moyen terme satisfait aux exigences énoncées à l'article 13.
5. La Commission examine si, en ce qui concerne l'État membre concerné, l'ensemble de réformes et d'investissements sous-tendant une prolongation de la période d'ajustement est conforme à l'article 14.

Article 17

Approbation par le Conseil du plan budgétaire et structurel national à moyen terme

1. Sur recommandation de la Commission, le Conseil adopte une recommandation fixant la trajectoire des dépenses nettes de l'État membre concerné et, le cas échéant, approuvant l'ensemble d'engagements en matière de réformes et d'investissements que celui-ci a pris dans le plan budgétaire et structurel national à moyen terme et qui sous-tend une prolongation de sa période d'ajustement. Cette recommandation du Conseil est en principe adoptée dans un délai de six semaines à compter de l'adoption de la recommandation de la Commission.
2. Lorsque le plan budgétaire et structurel national à moyen terme tient lieu du plan de mesures correctives requis pour corriger des déséquilibres macroéconomiques excessifs, comme prévu à l'article 31, le Conseil approuve aussi, dans sa recommandation, les réformes et les investissements nécessaires pour corriger ces déséquilibres.

*Article 18***Recommandation du Conseil pour une révision du plan budgétaire et structurel national à moyen terme**

Si, compte tenu de l'évaluation de la Commission, il considère que le plan budgétaire et structurel national à moyen terme n'est pas conforme aux exigences définies à l'article 16, paragraphes 2, 3 et 5, le Conseil, sur recommandation de la Commission, recommande à l'État membre concerné de présenter un plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé.

*Article 19***Recommandation du Conseil en cas de non-respect par un État membre**

Le Conseil, sur recommandation de la Commission, recommande à l'État membre concerné d'adopter, en principe, la trajectoire de référence définie par la Commission comme trajectoire des dépenses nettes dans les cas suivants:

- a) l'État membre concerné n'a pas présenté de plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé dans le mois à compter de la recommandation du Conseil visée à l'article 18;
- b) le Conseil considère que le plan budgétaire et structurel national à moyen terme révisé ne satisfait pas aux exigences définies à l'article 16, paragraphes 2, 3 et 5, et justifie dûment sa position;
- c) l'État membre n'a pas présenté son premier plan budgétaire et structurel national à moyen terme ou un nouveau plan budgétaire et structurel national à moyen terme au cours de la dernière année couverte par son plan budgétaire et structurel national à moyen terme en cours, comme prévu à l'article 11, paragraphe 1.

Dans la situation visée au premier alinéa, point a), l'État membre concerné et la Commission peuvent convenir de prolonger ce délai, d'en principe un mois au maximum.

*Article 20***Non-respect par un État membre des engagements en matière de réformes et d'investissements sous-tendant une prolongation de sa période d'ajustement**

Lorsqu'un État membre s'est vu accorder une prolongation de sa période d'ajustement, mais ne respecte pas de manière satisfaisante l'ensemble d'engagements en matière de réformes et d'investissements, visé à l'article 14, qui sous-tend cette prolongation, le Conseil peut, sur recommandation de la Commission et conformément à l'article 29, recommander une trajectoire des dépenses nettes révisée assortie d'une période d'ajustement plus courte, sauf si des circonstances objectives empêchent la mise en œuvre dans le délai initial.

CHAPITRE V

MISE EN ŒUVRE DES PLANS BUDGÉTAIRES ET STRUCTURELS NATIONAUX À MOYEN TERME*Article 21***Rapport d'avancement annuel**

1. Chaque État membre soumet à la Commission, au plus tard le 30 avril de chaque année, un rapport d'avancement annuel.
2. Le rapport d'avancement annuel contient, en particulier, des informations sur les progrès accomplis en ce qui concerne la mise en œuvre de la trajectoire des dépenses nettes fixée par le Conseil, la mise en œuvre des réformes et des investissements plus larges dans le cadre du Semestre européen et, le cas échéant, la mise en œuvre de l'ensemble de réformes et d'investissements qui sous-tend une prolongation de la période d'ajustement.
3. Chaque État membre rend public son rapport d'avancement annuel.
4. La Commission utilise les informations fournies par les États membres dans leurs rapports d'avancement annuels, ainsi que d'autres informations pertinentes, aux fins de la réalisation de l'évaluation visée à l'article 4, paragraphe 1. L'évaluation de la Commission est rendue publique.
5. Les États membres peuvent, conformément à leur cadre juridique national, examiner le rapport d'avancement au sein de leur parlement national et avec les organisations de la société civile, les partenaires sociaux et les parties prenantes concernées.

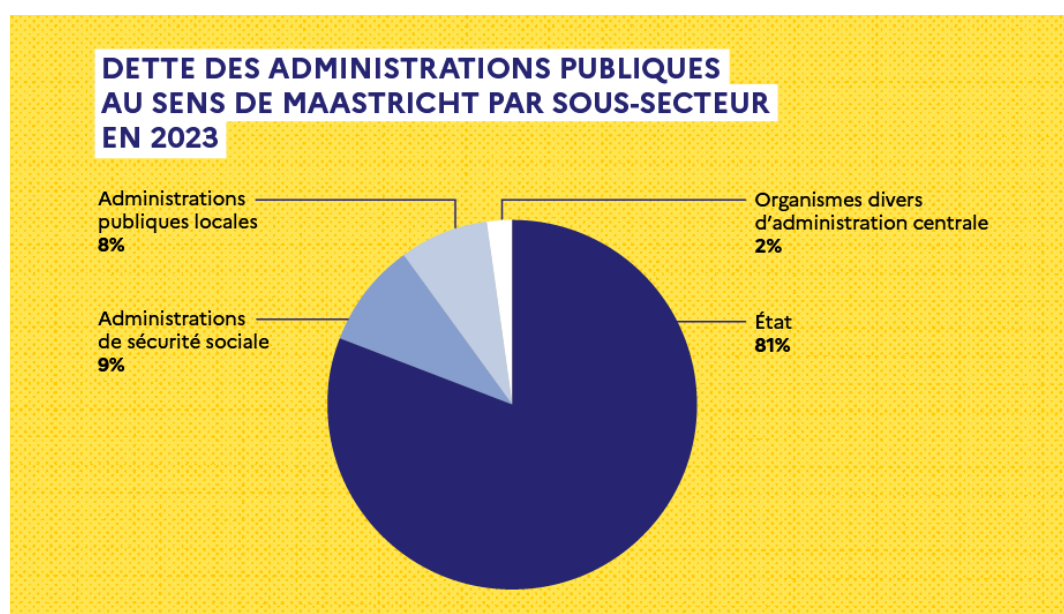
(...)

Décryptage : 5 minutes pour comprendre la dette publique

À la fin du deuxième trimestre 2024, la dette publique s'établit à 3 228,4 milliards d'euros d'après la dernière publication de l'INSEE en date du 27 septembre 2024, soit 112 % du PIB. Selon le baromètre Elabe du 3 octobre dernier, 82 % des Français jugent urgent de réduire la dette publique en France. Mais, concrètement, à quoi correspond cette dette ? Comment est-elle générée ? À l'aide de questions/réponses, on vous aide à mieux comprendre ce sujet.

Qu'appelle-t-on dette publique ? Comment la définir ?

La dette publique désigne l'ensemble des emprunts contractés par les administrations publiques qui ne sont pas encore remboursés.



© Ministères économiques et financiers - source INSEE

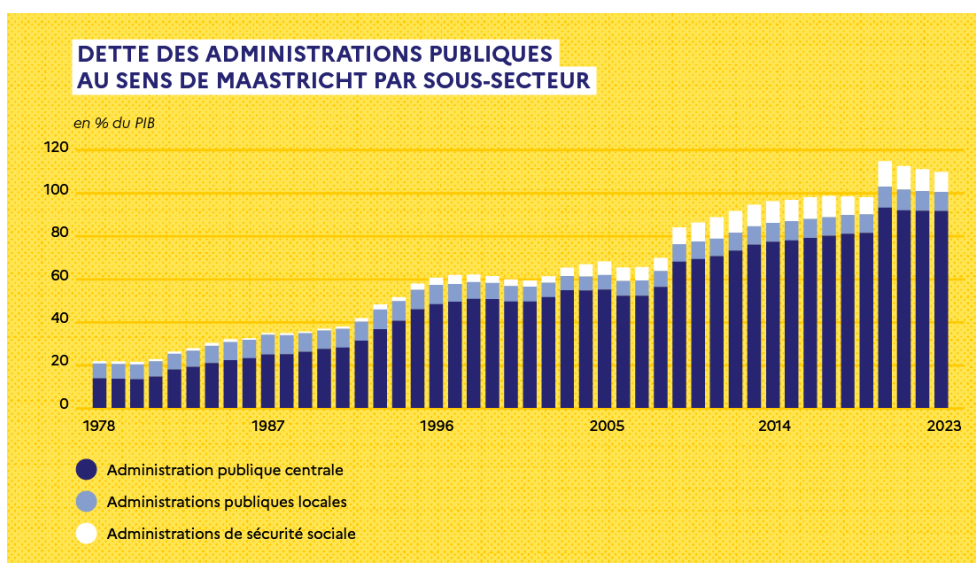
Ces administrations publiques désignent :

- l'État,
- les organismes divers d'administration centrale (ODAC) : il s'agit notamment des établissements tel que les universités, les musées, etc.
- les administrations publiques locales : cela correspond aux collectivités territoriales, aux établissements publics locaux, aux organismes consulaires (CCI, CMA, Chambre d'agriculture), etc.
- les administrations de Sécurité sociale : il s'agit principalement du régime général et des régimes spéciaux de Sécurité sociale, des régimes d'assurance chômage, des régimes complémentaires de retraites, des hôpitaux publics, etc.

À savoir

Il existe plusieurs définitions de la dette publique. Celle que nous utilisons est la dette des administrations publiques au sens du Traité de Maastricht, c'est-à-dire selon la comptabilité utilisée par l'Union européenne et ses pays membres.

Pourquoi la France doit-elle emprunter ? Et quelles en sont les conséquences ?



© Ministères économiques et financiers - source INSEE

Tous les ans, la France se dote d'un budget. Celui-ci correspond à l'ensemble de ses ressources d'une part, et de ses dépenses d'autre part :

- **Les ressources** proviennent principalement des impôts et taxes payés par les citoyens et les entreprises.
- **Les dépenses** correspondent à l'argent utilisé pour financer l'action publique : éducation, justice, police, transports, etc.

Depuis cinquante ans, les dépenses sont supérieures aux recettes : le budget est donc déficitaire.

Pour financer cette différence et permettre de continuer à financer l'action publique, la France contracte des emprunts. L'ensemble de ces emprunts constitue la dette publique.

Déficit public et déficit budgétaire, quelles différences ?

Le déficit budgétaire désigne le déficit du budget de l'État.

Le déficit public quant à lui désigne le déficit de l'État auquel on ajoute celui de toutes les administrations publiques, au sens du traité de Maastricht. Il prend en compte l'État, mais aussi la Sécurité sociale et les collectivités locales.

C'est ce dernier qui est regardé par l'Union européenne, mais aussi par les agences de notation. Selon les règles européennes applicables aux pays de la zone euro, ce déficit doit rester sous la barre des 3 % du PIB.

Pourquoi s'endetter ? Quels impacts sur le budget ?

La dette a également un impact sur le budget. Les intérêts payés représentent un coût : on parle alors de la charge de la dette. En augmentant la dette publique, l'État augmente aussi ses dépenses. La charge de la dette est un poste important de dépenses : environ 7 % du budget de l'État.

Cet endettement peut servir à soutenir l'économie dans les périodes de crise et de ralentissement de l'activité, ou à financer des investissements utiles pour l'avenir du pays (innovation, transition écologique, etc.).

En revanche, une accumulation de dettes comporte des risques : elle canalise l'épargne privée et limite les investissements privés, limite la capacité à réagir en cas de crise et renchérit le coût de l'emprunt et conduit à consacrer une part croissante des ressources aux charges d'intérêt.

Comment sont contractés les emprunts ?

Aux ministères économiques et financiers, l'Agence France Trésor a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'État. Son objectif est de « couvrir le financement de l'État au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions possibles de sécurité ».

L'État emprunte de l'argent sur les marchés financiers notamment par le biais d'obligations assimilables du Trésor (OAT) pour :

- financer son déficit budgétaire,
- et rembourser la part de sa dette arrivant à échéance.

L'argent nécessaire pour couvrir ces besoins est appelé **le besoin de financement** et est déterminé chaque année par le budget de l'État.

Pour le remboursement, l'État verse une fois par an sous forme de coupons les intérêts au détenteur d'un titre. Le capital prêté initialement est quant à lui remboursé en intégralité à l'échéance du titre.

Mais l'Agence France Trésor n'émet et ne gère qu'une part de la dette publique, celle de l'État. La dette de la sécurité sociale est gérée par différents organismes : l'Acos, la Cades et l'Unédic sont les principaux. Les collectivités locales (communes, départements et régions) ont une autonomie de gestion et s'endettent en leur nom propre.

Comment le taux auquel la France emprunte est-il fixé ?

L'Agence France Trésor procède aux émissions de dette *via* des « adjudications », c'est-à-dire des ventes aux enchères de titres de dettes qui seront remboursés dans une durée plus ou moins longue : entre trois mois et 50 ans. Cela permet ainsi de sélectionner les meilleures offres.

Dans le détail, à l'ouverture de l'adjudication, les spécialistes en valeur du Trésor (SVT), les banques partenaires de l'AFT, placent leurs ordres en précisant la quantité du titre qu'ils souhaitent obtenir, tout comme le prix qu'ils sont prêts à payer. Une fois le livre d'ordres clôturé, les équipes de l'AFT servent d'abord les plus intéressantes en prix pour le contribuable jusqu'à atteindre la somme finalement adjugée. Seules les offres aux taux les plus avantageux sont servies, chacune au prix proposé. Le taux moyen obtenu est calculé puis communiqué par l'AFT à l'issue de l'adjudication.

Qui prête à la France ?

La dette française est détenue par une grande diversité d'investisseurs, tant géographique qu'en termes de profil. **Cette diversité est un atout pour les Français.**

D'un point de vue géographique, la dette de l'État est détenue pour :

- un quart par des Français,
- un quart par la Banque de France dans le cadre de la politique monétaire,
- un quart par des investisseurs de la zone euro,
- et enfin, un quart par des investisseurs hors zone euro.

En termes de profil, la dette est détenue par des assureurs, des banques, qui commercialisent le livret A par exemple, des banques centrales, ou des fonds de pension dans les pays où la retraite se fait par capitalisation. Cela permet à la dette française de limiter l'exposition aux difficultés que rencontreraient certaines zones géographiques ou certains secteurs d'activités économiques.

Cette diversification est une source de sécurité pour notre financement : plus il y a d'investisseurs qui prêtent à la France, moins la dette est coûteuse pour le contribuable.

Par ailleurs, **une base d'investisseurs variée traduit la confiance** dans la signature française, tant pour ses qualités techniques que pour ses principes de prévisibilité, de régularité et de transparence.

Quelle est la situation en 2023 ?

En 2023, les dépenses publiques représentent 1 610 milliards d'euros, les recettes 1 455 milliards d'euros. Le déficit public s'établit à 154,8 milliards d'euros soit 5,5 % du produit intérieur brut (PIB), après 4,7 % en 2022 et 6,6 % en 2021. Il devrait atteindre 6,1 % en 2024, soit une dégradation de -0,6 point de PIB.

La dette publique (donc le cumul des emprunts contractés au fil des années) s'élève quant à elle à 109,9 % du PIB en 2023, après 111,9 % fin 2022 (elle était de 97,9 % du PIB en 2019 avant la pandémie de Covid-19). Elle devrait atteindre les 112,9 % du PIB en 2024.

À savoir

La dette publique, comme le déficit public, est rapportée au produit intérieur brut (PIB) afin de la comparer à la taille de l'économie nationale, et aussi pouvoir la comparer à d'autres pays.

II) Déficit et dette publics, politique budgétaire

3) Le montant et l'évolution de la dette publique

L'expression « *dette publique* » désigne la dette des « *administrations publiques* » (APU) telles que définies par la comptabilité nationale. Elles comprennent trois catégories : les « *administrations publiques centrales* » (APUC), qui regroupent elles-mêmes l'Etat et les « *organismes divers d'administration centrale* » (ODAC)¹, les « *administrations de sécurité sociale* » (ASSO) et les « *administrations publiques locales* » (APUL).

Il existe plusieurs définitions de la dette publique, brute ou nette, au sens des comptes nationaux ou du traité de Maastricht, qui sont présentées dans une [autre fiche](#).

Une dette publique supérieure à 60 % du PIB est constitutive d'un « *déficit excessif* » au sens du traité de Maastricht et du pacte de stabilité et de croissance qui en précise les dispositions, sauf si elle se situe sur une tendance décroissante.

Cette fiche présente le montant de la dette publique à la fin de 2023 et sa répartition par émetteur, instrument et créancier ainsi que son évolution depuis 1980 pour l'ensemble des APU. Des éléments de comparaison internationale des dettes publiques sont également fournis.

A) Le montant et la répartition de la dette publique

1) Le montant de la dette publique

La dette au sens du traité de Maastricht était de 3 101 Md€, soit 109,9 % du PIB, fin 2023 (contre 2 954 Md€ et 111,2 % du PIB fin 2022). La dette publique nette au sens de l'Insee s'élevait à 2 870 Md€, soit 101,7 % du PIB fin 2023 (2 683 Md€ et 101,0 % du PIB fin 2022).

La dette brute au sens des comptes nationaux s'élevait à 3 540 Md€, soit 133,9 % du PIB, à fin 2022 et la dette nette au sens d'Eurostat² et de l'OCDE à 1 852 Md€, soit 70,1 % du PIB.

2) La répartition par catégorie d'administration publique

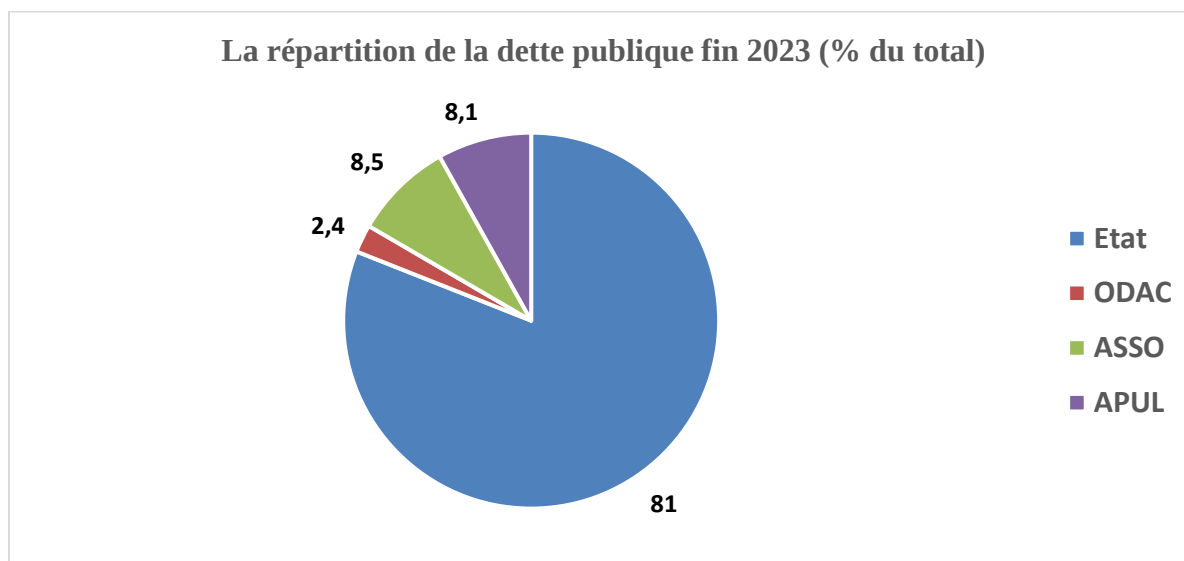
La dette publique au sens du traité de Maastricht est principalement portée par l'Etat dont l'endettement s'élevait à 2 514 Md€, soit 89,1 % du PIB, à la fin de 2023, après 2 364 Md€ et 89,0 % du PIB fin 2022. Ce montant est différent de celui qui figure dans la comptabilité générale de l'Etat dont les méthodes ne sont pas toujours les mêmes (2 445 Md€ pour les seules dettes financières, 283 Md€ pour les dettes non financières et 3 170 Md€ pour le total du passif avec notamment les provisions à fin 2023).

La dette des ASSO, portée principalement par la CADES et l'ACOSS, était de 264 Md€, soit 9,4 % du PIB et celle des APUL de 250 Md€, soit 8,9 % du PIB à la fin de 2023. La dette des

¹ Organismes publics ayant une activité non marchande et contrôlés par l'État.

² « Valeur financière nette » négative des administrations publiques.

ODAC (74 Md€ ou 2,6 % du PIB) comprend surtout une partie de celle de SNCF Réseau, la plupart des autres ODAC n'ayant pas le droit de s'endetter.



Source : Insee ; FIPECO

La répartition de la dette brute au sens des comptes nationaux ou de la dette nette, au sens de l'Insee ou d'Eurostat, entre les sous-secteurs des APU n'est pas très différente.

3) La répartition par instrument

La dette des administrations publiques au sens du traité de Maastricht est constituée pour 82 % par des titres à long terme (les « *obligations assimilables du trésor* » ou OAT s'agissant de l'Etat). Les titres à court terme (les « *bons du trésor* » s'agissant de l'Etat) en constituent 7 % et les emprunts bancaires à long terme 9 %. Les dépôts auprès du trésor public, c'est-à-dire de l'Etat, et les emprunts bancaires à court terme jouent un rôle résiduel.

La répartition de la dette par instrument en % de la dette de chaque secteur fin 2023

	APU	Etat	ODAC	APUL	ASSO
Titres à long terme	82	89	69	23	73
Titres à court terme	7	7	1	1	15
Emprunts bancaires long terme	9	2	26	75	11
Emprunts bancaires court terme	< 1	0	5	1	2
Dépôts	1	2	0	0	0
Total	100	100	100	100	100

Source : Insee ; FIPECO ; dette au sens du traité de Maastricht.

La répartition de la dette par instrument présente quelques différences notables selon les catégories d'administrations publiques.

L'Etat recourt plus à l'émission de titres obligataires à long terme et quasiment pas aux emprunts bancaires. Les APUL, à l'inverse, émettent peu de titres et recourent surtout au crédit bancaire. La part des titres à long terme dans leur endettement a toutefois fortement augmenté

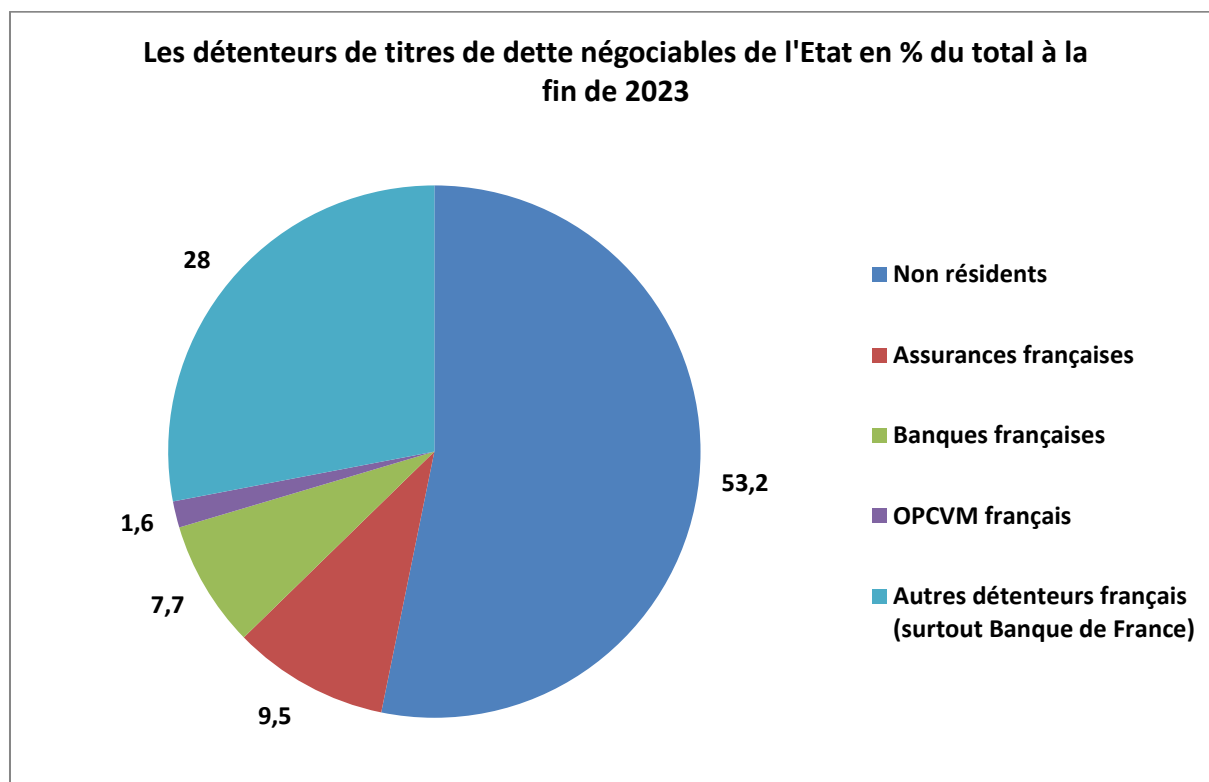
depuis 2009. La part des titres à long terme dans le financement des ASSO est inférieure à la moyenne et ils se financent pour une plus grande part à court terme.

4) La répartition par créancier

La répartition de la dette des APU par créanciers est très mal connue, notamment parce que les détenteurs des obligations émises par l'Etat, qui en forment presque les trois quarts, sont eux-mêmes très mal connus. Si [l'agence France Trésor](#) (AFT), qui en assure la gestion, connaît les acheteurs de ces titres à l'émission, c'est-à-dire sur le « *marché primaire* », elle ne sait pas toujours à qui ceux-ci les revendent sur le « *marché secondaire* ».

Le rapport annuel d'activité de la Banque de France montre qu'elle détenait environ 682 Md€ de titres publics français à la fin de 2023, pour le compte de la Banque Centrale Européenne, dans le cadre des « public sector purchase programme » et « pandemic emergency purchase programme », soit environ 22 % de la dette publique au sens du traité de Maastricht (cette part est approximative car ces titres ne sont pas comptabilisés exactement comme la dette maastrichtienne).

En recoupant plusieurs sources d'information, l'AFT établit la répartition figurant sur le graphique ci-joint qui concerne la dette négociable de l'Etat en valeur de marché. Un peu plus de 50 % des détenteurs de titres négociables émis par l'Etat sont des non-résidents à la fin de 2023³ (fin 2020, ceux-ci étaient eux-mêmes répartis entre 58 % de résidents de la zone euro, 14 % d'autres européens et 28 % de non européens). Les compagnies d'assurance, principalement d'assurance-vie, en détiennent environ 10 % et les établissements de crédit 8 %. La Banque de France est le plus important des « autres détenteurs français ».



Source graphique : agence France Trésor ; FIPECO.

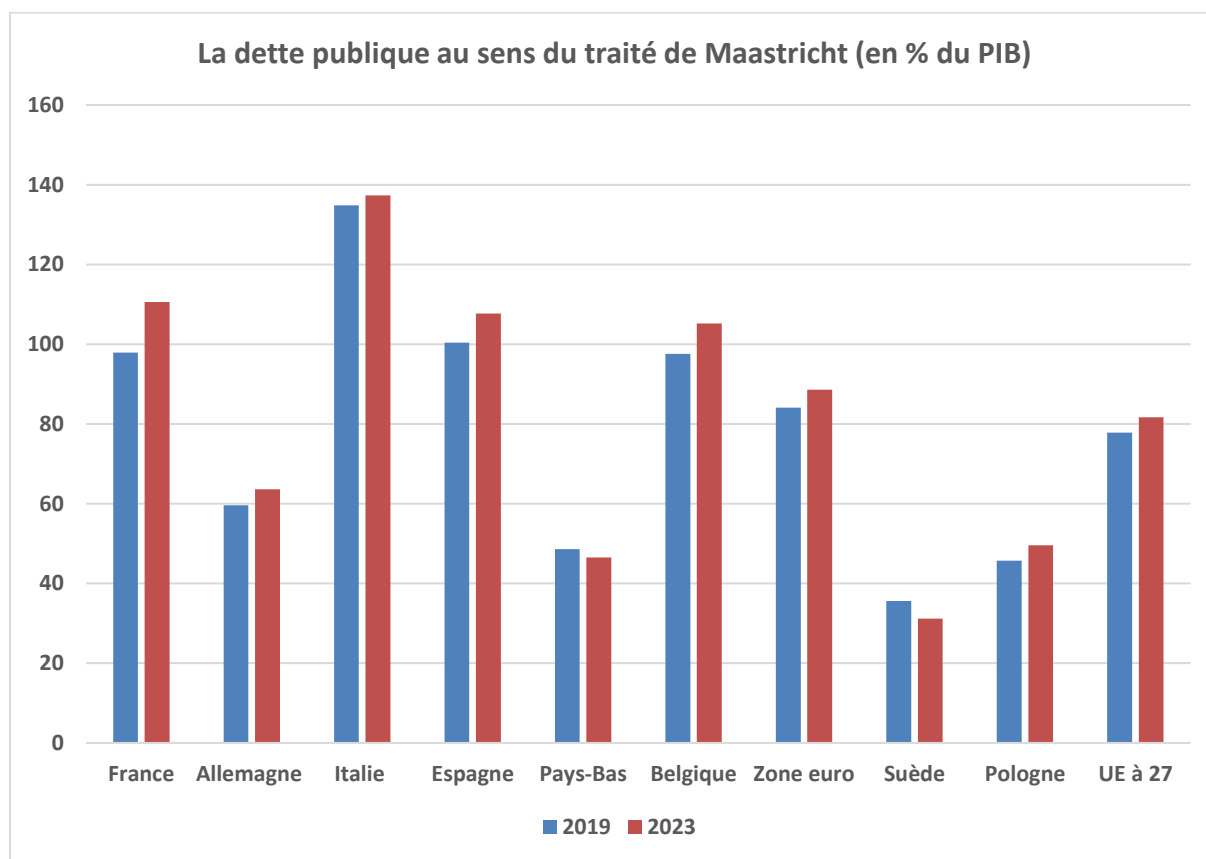
³ Leur part a dépassé 70 % en 2010.

Enfin, à partir d'autres informations, le FMI considère que, à la fin de 2022, la dette publique au sens du traité de Maastricht est détenue pour 43 % par des non-résidents.

5) La dette des autres pays

La dette publique de la France au sens du traité de Maastricht à la fin de 2023 (110,6 % du PIB dans la publication d'avril 2024 d'Eurostat) est supérieure aux moyennes de la zone euro (88,7 % du PIB) et de l'Union européenne (81,7 %). C'est la troisième de l'Union, derrière celles de la Grèce (161,9 % du PIB) et de l'Italie (137,3 %). Elle est notamment beaucoup plus élevée que celle de l'Allemagne (63,6 %). Cinq pays de l'Union européenne ont une dette supérieure à 100 % du PIB et quatorze une dette inférieure à 60 % du PIB.

De fin 2019 à fin 2023, la dette publique s'est accrue de 12,7 points de PIB en France, contre en moyenne 4,5 points dans la zone euro et 3,9 points dans l'Union européenne.



Sources : Eurostat ; FIPECO.

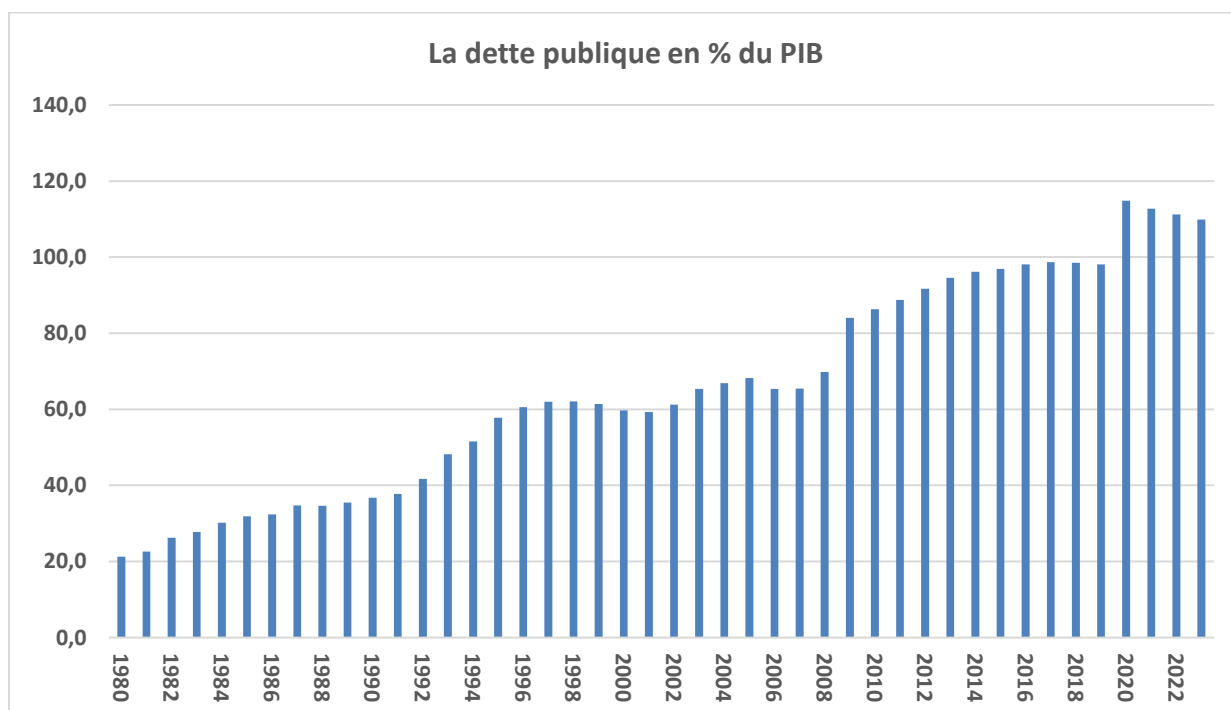
B) L'évolution de la dette publique

1) La dette publique au sens du traité de Maastricht

La dette publique de la France au sens du traité de Maastricht représentait seulement 21 points de PIB en 1980. En pourcentage du PIB, elle a fortement augmenté de 1980 à 1997, où elle a atteint 62 % du PIB, puis a été à peu près stabilisée jusqu'à 2007. Elle a ensuite de nouveau fortement augmenté avec la crise financière pour se stabiliser vers 98 % du PIB dans les années 2016 à 2019.

Elle a fait un nouveau bond en 2020 jusqu'à 115 % du PIB. Cette hausse du ratio dette / PIB résultait à la fois de l'augmentation de la dette en euros et de la baisse du PIB en valeur. En 2021, la dette brute est passée de 115 % à 113 % du PIB malgré une augmentation de 165 Md€ (+ 6,2 %) parce que le PIB en valeur a lui-même progressé de 8,2 %. En 2022, la dette est revenue à 111 % du PIB grâce notamment à la forte croissance du PIB nominal (+ 5,9 %) et malgré une augmentation de 127 Md€ (+ 4,5 %).

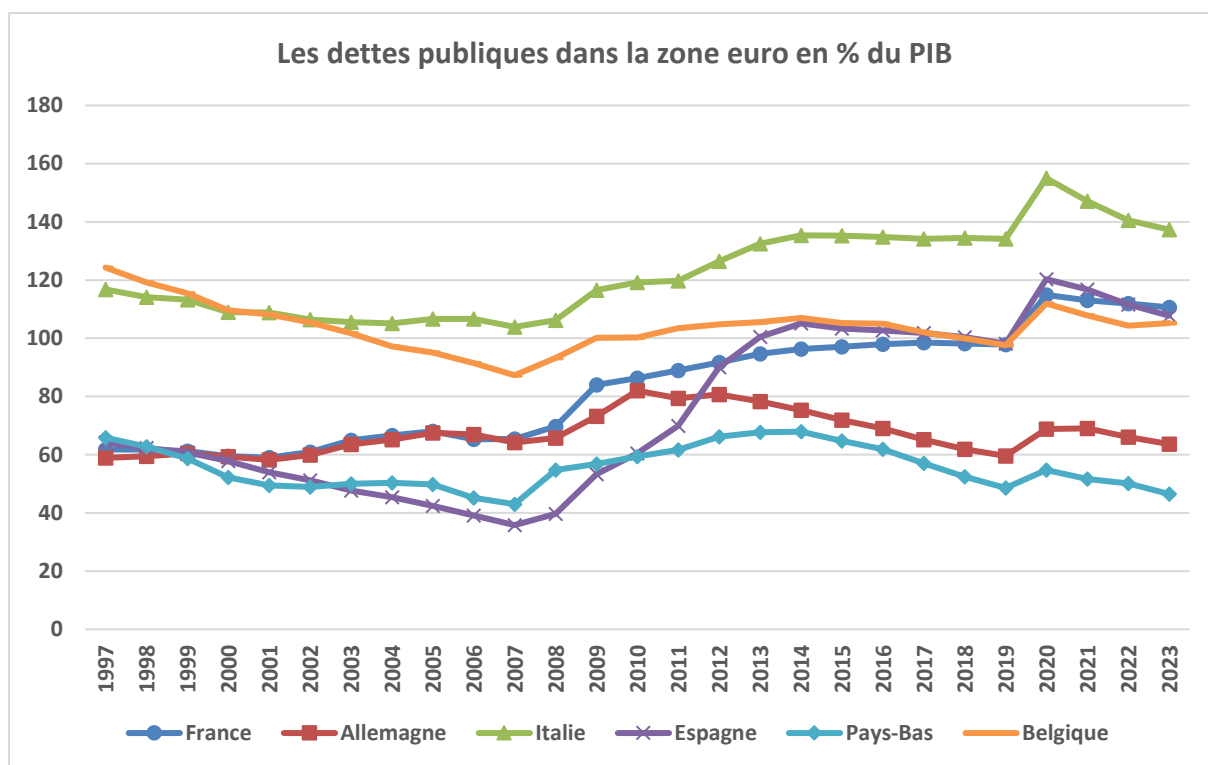
En 2023, la dette publique est passée de 111,2 % du PIB à 109,9 % malgré une augmentation de 147 Md€ (+ 5,0 %) grâce à une croissance de 6,3 % du PIB. Sa progression a été limitée par une baisse de la trésorerie des administrations publiques et la dette nette s'est accrue plus fortement (+ 187 Md€).



Source : Insee ; FIPECO.

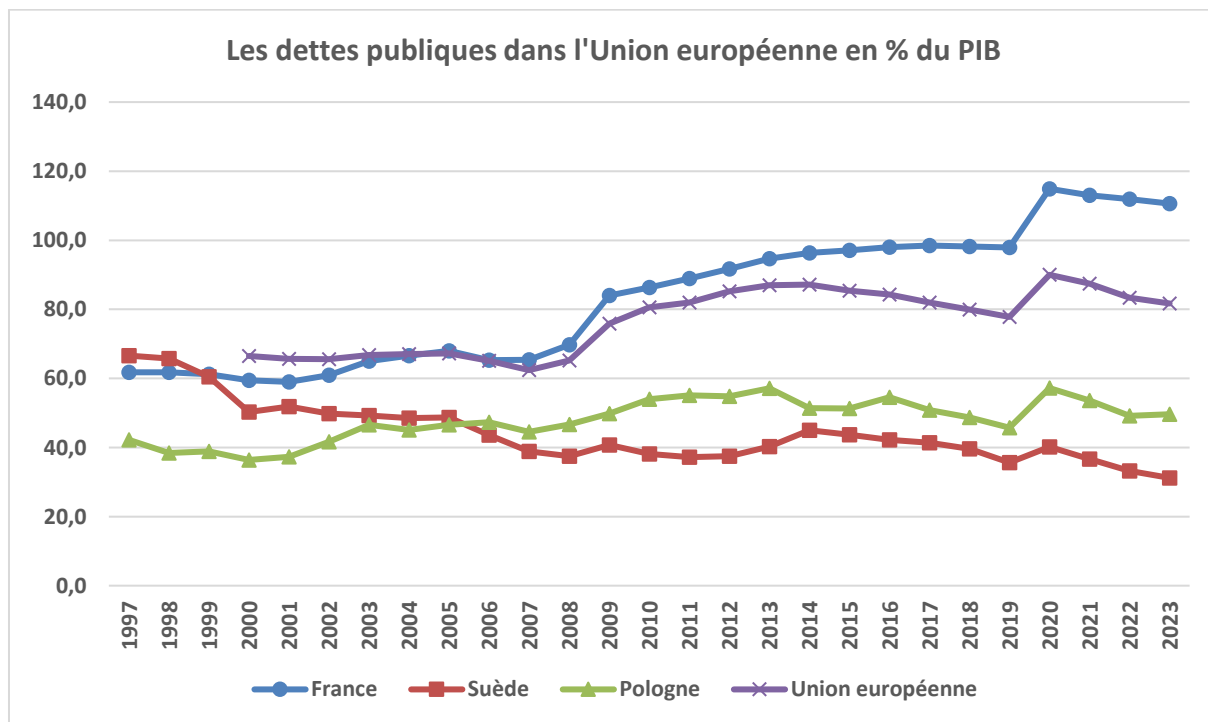
En 1997, la France, l'Allemagne, l'Espagne et les Pays-Bas avaient une dette publique proche du seuil de 60 % du PIB tandis que l'Italie et la Belgique se situaient à environ 120 % du PIB.

A la fin de 2023, les dettes publiques de l'Allemagne et des Pays-Bas restaient proches ou au-dessous de 60 % du PIB alors que celle de l'Italie s'était accrue pour se situer près de 140 % du PIB. Celles de la France et de l'Espagne avaient aussi augmenté et se trouvaient aux environs de 110 % du PIB. Après avoir réduit son endettement, la Belgique se situait légèrement au-dessous de ces deux derniers pays.



Source : Eurostat ; FIPECO.

Parmi les grands pays de l'Union européenne hors zone euro, la Suède avait une dette publique légèrement supérieure à 60 % du PIB en 1997, l'a ramenée vers 40 % du PIB à la fin des années 2000 et y est à peu près restée malgré les crises. La Pologne avait une dette d'environ 40 % du PIB en 1997 et l'a accrue jusqu'à vers 50 % du PIB au début des années 2010, niveau auquel elle est ensuite restée.



Source : Eurostat ; FIPECO.

Is France heading for a Greek-style debt crisis?

France's borrowing costs have surpassed those of Greece as investors fret about the French government's ability to pass a deficit-trimming budget — and its ability to survive at all.

The far-right Rassemblement National, led by Marine Le Pen, has threatened to back a censure motion against the government as soon as next week unless its demand for changes to the 2025 finance bill are met.

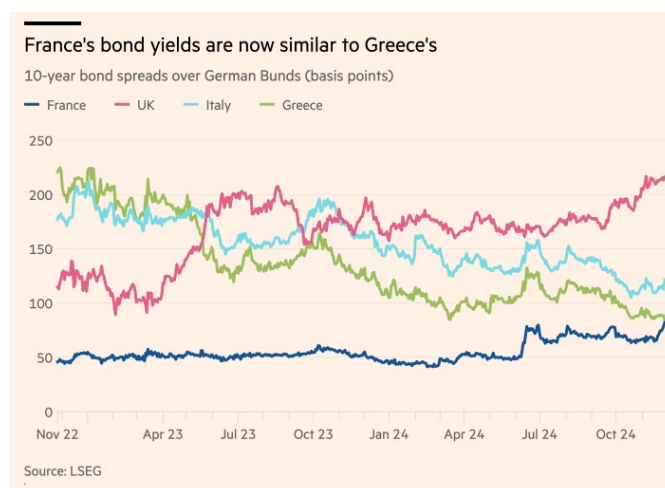
Prime minister Michel Barnier responded by dramatising the situation in the hope that his opponents will back down or risk being blamed for market chaos. He earlier this week warned of “a big storm” on financial markets if his minority government was toppled.

Government spokesperson Maud Bregeon said France was facing a possible “Greek scenario”. Finance minister Antoine Armand likened France to a “high-flying airliner at risk of stalling”.

Is France really facing a Greek style debt crisis?

“For the moment, it is a complete exaggeration,” said Éric Heyer, an economics professor at Sciences Po.

France has full access to debt markets. It raised €8.3bn on Monday. The 10-year yield on French government debt stands at some 3 per cent. At the height of its debt crisis, the yield on Greek debt climbed above 16 per cent. The Greek economy had cratered, made worse by punishing austerity measures, and Athens engaged in a bitter fight with Berlin and Brussels over the terms of a Eurozone bailout.



During France's recent political turmoil, the spread between its debt and German debt has widened by a mere 0.3 percentage points, Heyer said.

Nonetheless, investors are rattled by the combination of political paralysis and parlous public finances. The public deficit is likely to hit 6.2 per cent of GDP and Paris is under pressure from the markets and the EU to take corrective action.

Although France has not run a balanced budget for five decades, it has reached a point where it can no longer rely on economic growth to keep debt sustainable, the country's Council of Economic Analysis noted earlier this year.

Why is passing the budget proving so difficult?

For two reasons, said Antoine Bristielle, director of the opinion observatory at the Fondation Jean Jaurès think-tank.

First, the government has no absolute majority, meaning any text requires negotiation with RN or the leftwing Nouveau Front Populaire bloc. Second, the tight public finances mean Barnier is making difficult and unpopular choices to meet his target of bringing the deficit down from 6 per cent to 5 per cent of GDP in 2024.

He has proposed a €60bn consolidation package, which he claimed would be mostly spending cuts but actually relies heavily on tax increases. It is unacceptable to the RN and the NFP, which both campaigned this summer on promises to increase the purchasing power of French people.

There has also been resistance from President Emmanuel Macron's centrist alliance and the centre-right Republicans who nominally support Barnier's government.

With little room for manoeuvre, Barnier has said it is likely he will be forced to use a constitutional procedure known as a 49.3, which enables the government to pass legislation without a parliamentary vote but also exposes it to a motion of no confidence.

The left-wing bloc has promised to file such a motion and now the RN could give it the votes needed to succeed.

This could happen as soon as next week, when parliament votes on a social security financing bill, an adjunct to the budget, or later in the month. The budget must be passed by December 21.

What is Le Pen's game?

The far-right leader has demanded Barnier abandon higher electricity levies and come up with bigger spending cuts instead. She also wants to keep the indexation of pensions to inflation, reimbursement of medication costs and employer social security tax breaks. Last week, she threatened to bring down the government if she did not get her way.

Barnier sought to pressure her by implicitly saying she would be to blame for the financial turmoil that would ensue if the budget failed and the government fell. The RN has retorted that there will be no financial chaos or US-style government shutdown, because the 2024 budget could be rolled over with special legislation.

Bristielle said: "[The RN's] problem is that they have both a strategy of being considered as a respectable party that . . . guarantees some stability, while also not disappointing their electorate."

Barnier on Thursday blinked first, abandoning the planned increase in electricity taxes albeit at a cost of €3.8bn.

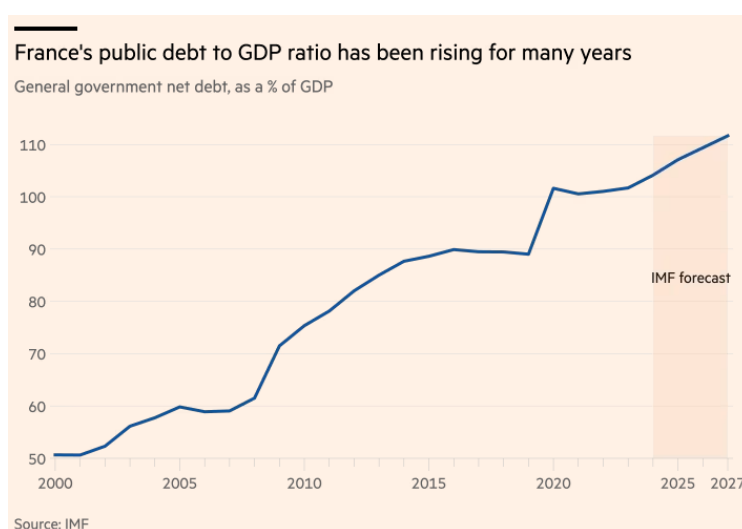
It is a major concession to the RN. But some analysts say Le Pen may have decided her tacit support for Barnier's increasingly unpopular government is no longer worth the political costs. One factor may be the judgment due next March in her trial for embezzling EU funds, for which she could be barred from holding public office, ending her presidential ambitions.

"Why should she appear stateswomanlike when she risks not being able to run for the presidency in three years' time?" Mujtaba Rahman, managing director of Eurasia Group wrote in a note to clients, pointing to Le Pen's switch from conciliatory to populist rhetoric in recent days.

Is France becoming ungovernable?

The difficulties in passing the budget do not bode well for the long-term survival of Barnier's government or the future governability of France.

If the government were to fall, parliament could pass emergency legislation to rollover this year's budget.



If Macron were somehow able to appoint a new government, it could seek to renegotiate the budget, with less ambitious cost-saving measures, Heyer said. However, the possibilities of forming any parliamentary majority are only narrowing.

There is also the possibility of a "technical government" being put in place, with limited decision-making power, until new legislative elections can be held in the summer, a year after France last voted, which is the earliest possible under the constitution.

Ultimately, prolonged paralysis is likely to heap pressure on Macron to resign to allow for a political reboot through a fresh presidential election.

Bristielle said: "I'm not sure that leaving power is at the centre of his strategy. Nevertheless, he has shown that he can surprise us, to say the least."

Ben Hall
Ian Johnston