



*Institut Veblen pour les réformes économiques*

# Qui détient la dette publique ? Une question clé pour la soutenabilité

Jézabel Couppey-Soubeyran, Maximilien Coussin, Anne Faivre,  
Wojtek Kalinowski

Institut Veblen, septembre 2025

# Motivation

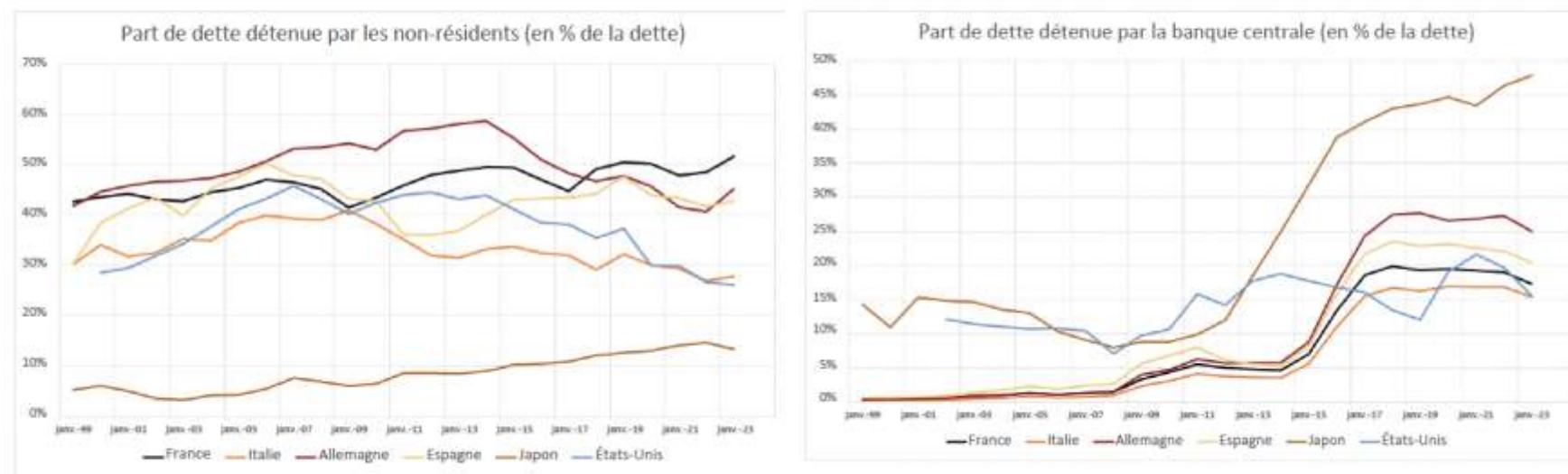
- Alertes sur la dette publique d'un côté, appels à préparer l'avenir de l'autre : le **conflit d'objectifs** est évident et **l'équation financière s'annonce difficile !**
- Cette note veut contribuer au débat sur les marges de manœuvre des États et de l'UE dans la situation actuelle
- La question qui nous préoccupe n'est pas celle de l'équilibre budgétaire mais celle de savoir **comment mener des investissements qui ne se feront pas sans une part importante de financements publics.**
- Ne pas perdre de vue que la dette publique est une **dette de marché** contractée auprès d'investisseurs.

# Faits stylisés

- Le Japon se singularise par un ratio de dette plus élevé que partout ailleurs (250% du PIB fin 2024) et la charge d'intérêts la plus faible (0,14 % du PIB au 2<sup>ème</sup> trimestre 2024 selon les données OCDE),
- Aux États-Unis, la charge d'intérêts a augmenté proportionnellement au PIB ces deux dernières années et y atteint en 2024 le niveau le plus élevé, à 4,17% du PIB, devant l'Italie (3,81%), la France (1,90%), l'Espagne (1,81%) et l'Allemagne (0,52%).
- L'Allemagne, en dépit de son orthodoxie budgétaire, supporte une charge d'intérêt supérieure à celle du Japon.
- L'indice de soutenabilité (g-r-d) varie beaucoup selon les années et les pays et préjuge partiellement de la soutenabilité effective des pays. Très éloigné de la réalité des marchés.

# Des différences liées à celles observées dans la détention de la dette souveraine ?

*Graphique 4 : Les non-résidents et la banque centrale dans la détention de la dette souveraine*

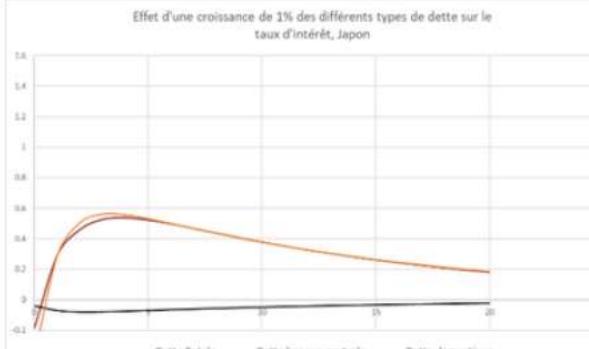
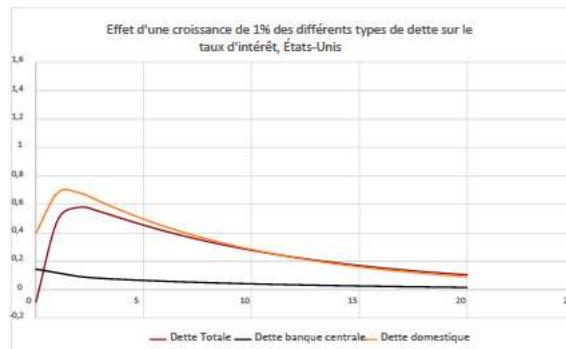
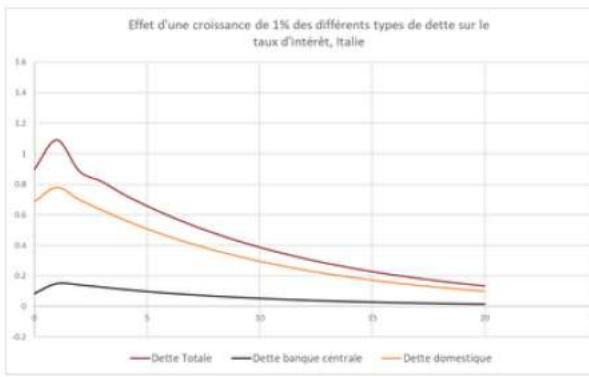
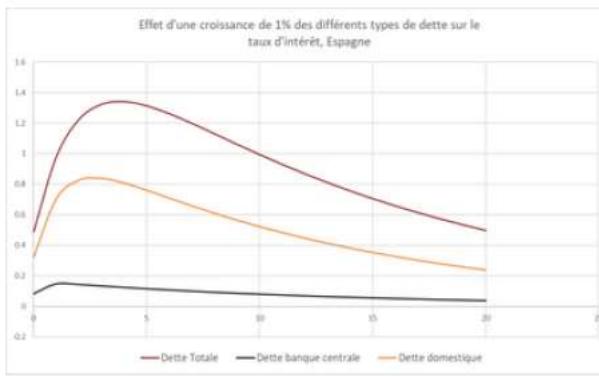
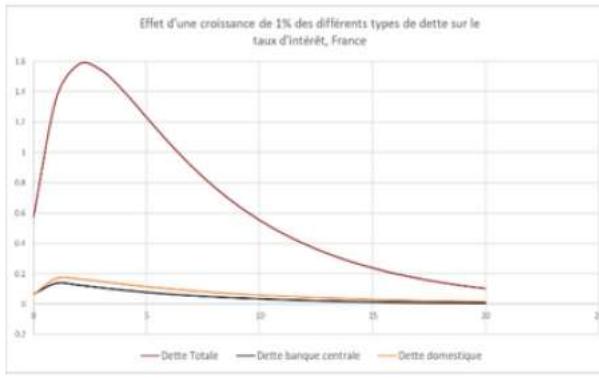


Sources : Calculs des auteurs à partir des données des banques centrales et d'Eurostat.

# Estimation

- Pour chacun des six pays, nous estimons la sensibilité du taux d'intérêt (de marché) à l'augmentation de la dette totale et de sa composition par détenteur.
- Modèle « parcimonieux » linéaire (VAR structurel d'ordre 1 à 3 variables trimestrielles).
- C'est la comparaison des ordres de grandeur entre pays qui nous intéresse, plus que les valeurs absolues de sensibilité pour chaque pays.

## Graphique 5 : Les non-résidents et la banque centrale dans la détention de la dette souveraine



Sources : Calculs des auteurs à partir des données des banques centrales et d'Eurostat.

- La sensibilité varie fortement d'un pays à l'autre
- La sensibilité est trois fois forte en France qu'au Japon et aux États-Unis : 1% d'augmentation de l'encours de dette fait augmenter le taux d'intérêt jusqu'à 1,58 point de base\*
- Le taux d'intérêt réagit moins à l'augmentation de la part de dette détenue par les résidents qu'à la dette totale, mais systématiquement plus qu'à la part de dette détenue par la banque centrale

\*1,6 point de base d'augmentation pour 1% de dette en plus, n'est-ce pas négligeable ?

Non, ce n'est pas négligeable pour au moins deux raisons :

- Les **effets se cumulent** avec les augmentations de dette.
- La surcharge d'intérêt s'applique sur **toute la nouvelle dette émise** (donc aussi la dette roulée).

Exemple d'ordre de grandeur : un **programme de transition écologique** de 32 Md€ /an, sur 5 ans : **160 Md€**.

On peut calculer la surcharge d'intérêt en prenant en compte la valeur de la fonction de réponse, la dette émise par le Trésor, la maturité de la dette, et le coût initial du programme. **La surcharge cumulée serait d'environ 30 Md€ !** (calculs en annexe)

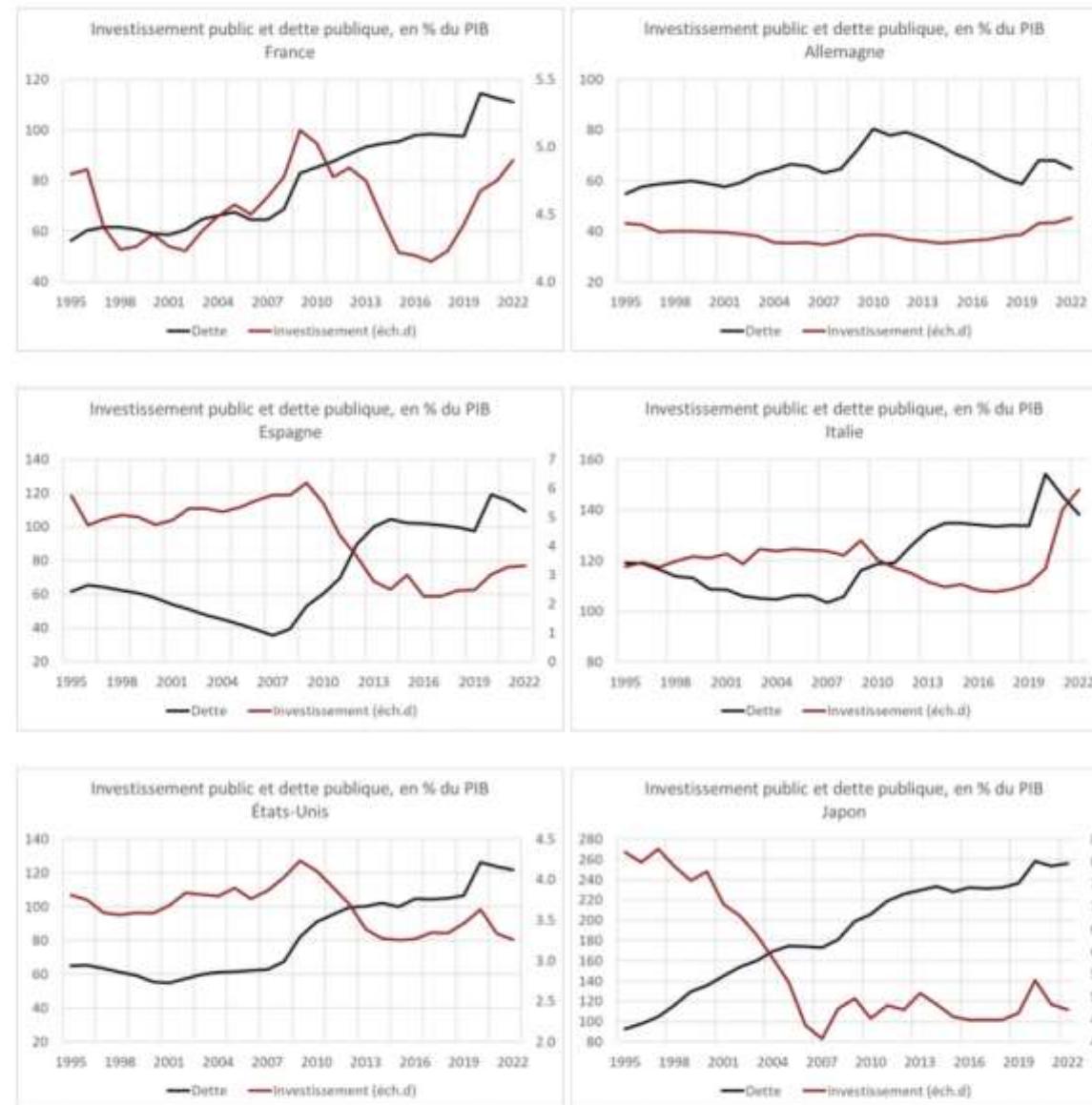
# *Deux effets*

- **un effet immunisant lié à la part de dette publique détenue par la banque centrale**
  - les programmes d'achats de titres souverains sont mis en œuvre par les banques centrales pour faire baisser les taux
  - les BC ne sont jamais pressées de vendre les titres qu'elles détiennent
  - elles achètent des titres dans le cadre de leurs missions (stabilité monétaire et financière) et non pas dans celui d'une gestion active de leur portefeuille
- **un effet sensibilisant de la part détenue par les non-résidents**
  - « Biais domestique » des investisseurs sensibles au risque de défaut des émetteurs, au risque de change, au risque politique
  - Moindre effet au Japon où la part des non résidents est la plus faible (13% fin 2024), aux Etats-Unis où cette part a baissé (26% fin 2024) et où le dollar et les bons du Trésor sont clé.

# Une surprise

- Nulle part l'investissement public (en y incluant les aides à l'investissement) en pourcentage du PIB n'a suivi la trajectoire du ratio dette/PIB
- On observe même une très forte déconnexion entre les deux au Japon, là où pourtant la dette peut augmenter le plus sans augmenter la charge d'intérêt.
- **Implication de ce constat** : on peut chercher à se doter des totems d'immunité (augmentation de la part de dette par la banque centrale, fédéralisme budgétaire, ...) pour augmenter le niveau de soutenabilité mais l'investissement public ne suivra pas forcément !

## Graphique 7 : Investissement public en pourcentage du PIB



Notes : L'investissement public désigne ici la somme des dépenses de FBCF des Administrations publiques et des aides publiques à l'investissement [faisant partie des transferts en capital].

Sources : données OCDE et Institut de recherche économique et social du Japon.

# Des conditions de marché qui se durcissent

- « La dette se roule » : une large part des émissions sert à rembourser les dettes passées
  - En France, en 2024, 45 % des émissions de dettes publiques du Trésor ont permis de rouler la dette : 155 Md€ d'émissions obligataires ont été remboursées / 340 Md€ d'émissions au total
  - Sur l'année 2025 en prévisionnel 133 Md€ seront remboursés pour un montant d'émission prévu de 300 Md€
- Le marché n'est pas un puits sans fond : les émissions nouvelles doivent rencontrer la demande.
  - La fin des politiques monétaires accommodante a mécaniquement réduit la demande de titres.
  - L'arrivée à échéance des TLTRO augmente l'offre de titres sur le marché secondaire.
  - Rapport O/D → baisse du prix et hausse des taux
- Hausse des primes de risque observée sur les titres publics depuis début 2024 liée aux politiques monétaires et budgétaires.
- Effets d'éviction possible des titres de dette publique par les titres de dette privée.

# Comment résoudre l'équation financière ?

## Propositions

### Deux ensembles des possibles

*Améliorer les conditions de financement de marché dans le cadre actuel*

*Chercher des modes de financement hors marché*

# Améliorer les conditions de financement de marché dans le cadre actuel

- *Utiliser davantage l'effet « immunisant » des banques centrales*
  - QE permanent
  - Rallongement des maturités
- *Réduire les primes de risque par la mutualisation*
  - **Dette commune**
  - Mutualisation des taux
  - Mutualisation des garanties
- *Réduire l'effet « sensibilisant » en réduisant l'exposition aux détenteurs étrangers ?*
  - Pas un bon levier (cette vulnérabilité tient vraisemblablement plus au type de détenteur ; augmenterait le coût de la dette)

# Chercher des modes de financement hors marché

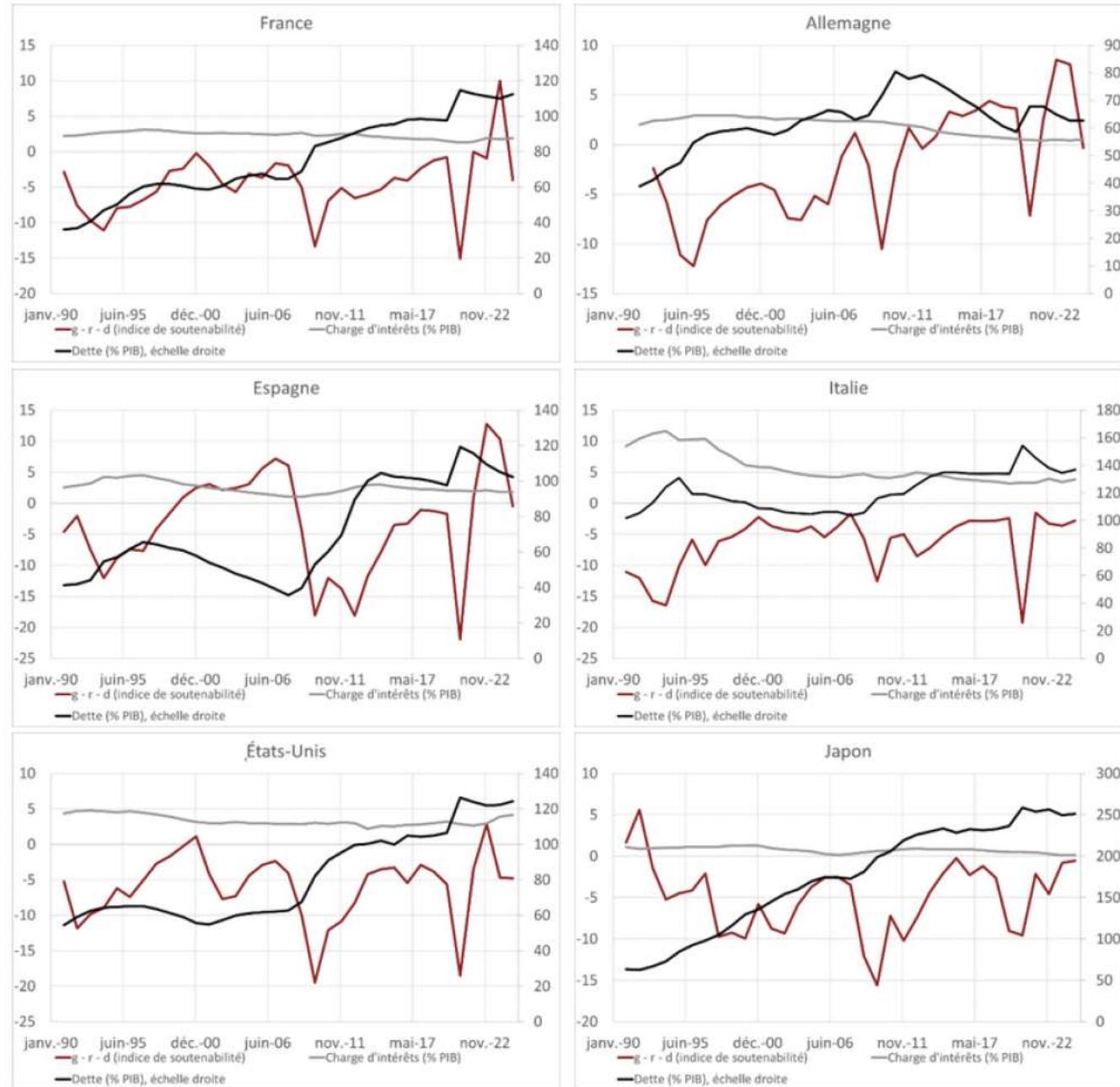
- *Prêts directs de la banque centrale au Trésor*
  - L'histoire monétaire illustre leur faisabilité, la BoE n'y a pas totalement renoncé mais interdit par TFUE
- *Coordination entre les banques publiques et la BCE*
  - Les banques publiques peuvent *de jure* accéder au refinancement de la BC mais *de facto* y recourent peu. Pourquoi s'obliger à les faire fonctionner comme des fonds d'investissement ?
- *Propositions du type restauration du Circuit du Trésor*
  - Organiser/contraindre la détention de la dette publique
- *Subventions monétaires de la banque centrale*
  - Émission de monnaie sans dette augmentant la capacité de subvention publique sans pression sur la dette ni l'impôt

# Annexe

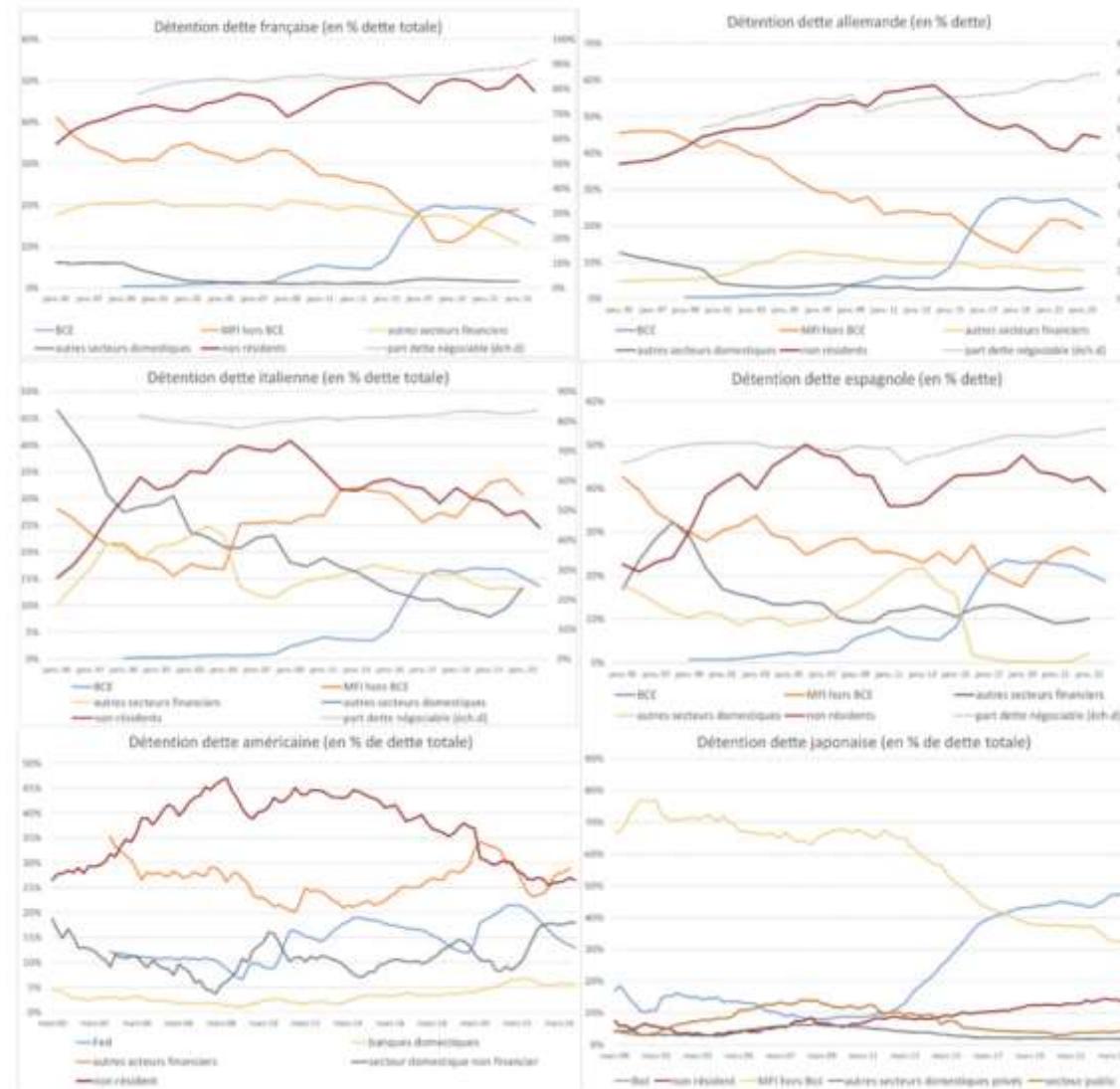
# Résultats clés

- *La sensibilité du taux d'intérêt à l'augmentation de la dette varie fortement d'un pays à l'autre*
- *Deux facteurs en particulier permettent d'expliquer ces variations observées : part BC ; part non résidents*
- *Dans aucun pays examiné, l'augmentation de la dette publique n'a entraîné une augmentation des investissements publics*
- *Les conditions de marché pour la dette publique se dégradent*
- *Des solutions alternatives sont nécessaires*

## Graphique 1 : Dette, charge d'intérêts et soutenabilité



## Graphique 2 : Composition de la détention de la dette



Sources : Calculs des auteurs à partir des données des banques centrales et d'Eurostat.

# \*1,6 points de base d'augmentation pour 1% de dette en plus, n'est-ce pas négligeable ?

Le modèle estime la surcharge d'intérêt sur base trimestrielle. Le programme coûte 32 Mds par an (sur 5 ans), soit 8 Mds par trimestre. 8 Mds représente un peu plus de 0,2 % de la dette publique actuelle et dans les prochaines années.

Le Trésor émet environ 80 Mds de dette par trimestre, donc 88 Mds en ajoutant le programme, d'une maturité moyenne d'environ 8 ans.

Pour le Q1 après le lancement du programme, on estime une surcharge de :

$$88 \times 8 \times 0,058\% \times 0,2 = 0,081 \text{ Mds €}$$

Taux d'intérêt supplémentaire  
(valeur à horizon 1 de l'IRF)       $0,2 = 1/5$  de l'effet calculé par rapport à  
une augmentation de dette de 1 %

Dette émise      Maturité de la dette émise      Surcharge d'intérêt

81 millions d'euros, c'est dérisoire... Mais les effets se cumulent ! Pour le Q2, on aurait une surcharge de  $88 \times 8 \times (0,058\% + 0,137\%) \times 0,2$ , pour le Q3  $88 \times 8 \times (0,058\% + 0,137\% + 0,160\%) \times 0,2$ ...

**Le surcoût cumulé, une fois arrivé au Q20, est d'environ 30 Mds.** Autrement dit, le programme coûte **160 Mds directement**, mais environ **190 Mds une fois ajusté du coût de la dette**.