



FLASH SPECIAL : FITCH RÉTROGRADE LA FRANCE : UNE ABSENCE D'HORIZON CLAIR DE STABILISATION DE LA DETTE

Michaël Nizard, Directeur de la Gestion Multi-Asset & Overlay

Un déclassé symbolique

Vendredi 12 septembre, Fitch a abaissé la note souveraine de la France de AA- à A+. L'agence motive cette décision par un déficit persistant, une dette publique déjà à 114 % du PIB et susceptible d'atteindre 132 % en 2034, et par une instabilité politique chronique. À ce niveau, la France se rapproche des ratios italiens, attendus à 135 %, tout en s'écartant d'économies comme l'Espagne ou la Belgique dont les trajectoires apparaissent plus stables. Ce déclassé ne place pas la France dans une situation de crise immédiate, mais il consacre la perception d'un affaiblissement relatif.

Ce déclassé s'explique également par la dégradation continue des équilibres budgétaires. Depuis 2017, les recettes fiscales ont diminué de 1,6 point de PIB pour les ménages et de 0,8 point pour les entreprises, sans être compensées par une réduction de la dépense publique. Celle-ci reste élevée, représentant 57 % du PIB contre 50 % en moyenne dans la zone euro, un niveau comparable à celui de 2017 après un pic pendant la pandémie. Le déficit primaire demeure en deçà du seuil permettant de stabiliser la dette. En analysant l'excédent de dépenses par rapport au reste de la zone euro (7 points de PIB), la majeure partie provient du système des retraites (2,2 points) et de la santé (1,5 point).

Mais une sanction appelée à durer avec la crise politique

Le problème réside dans le fait que cette sanction semble vouée à se pérenniser. Après la chute du gouvernement Bayrou et l'arrivée de Sébastien Lecornu à Matignon, le blocage parlementaire persiste. Faute de majorité solide, la perspective d'une dissolution de l'Assemblée nationale apparaît de plus en plus inexorable. L'incapacité à construire un consensus crédible autour du budget renforce l'idée que la France ne retrouvera pas de sitôt une trajectoire de consolidation claire. Ces fragilités institutionnelles alimentent la perception de la France comme un pays périphérique au sein de la zone euro, plutôt qu'un pilier semi-core.

Des taux d'intérêt en hausse, mais encore contenus

Les marchés obligataires reflètent ce déclassé sans sombrer dans la panique. Le rendement des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) à dix ans avoisine 3,5 %, légèrement au-dessus de la Grèce et proche de l'Italie. La hausse des coûts d'emprunt illustre une prime de risque accrue, mais reste bien en dessous des niveaux observés lors de la crise des dettes souveraines. La dette française continue d'être jugée de bonne qualité par la plupart des investisseurs.

Le développement le plus marquant ne concerne pas le rendement à dix ans, mais plutôt l'accentuation de l'écart avec les obligations à trente ans, témoignant d'un steepening souvent interprété, comme une inquiétude inflationniste. Or, les anticipations à long terme

sont restées stables. Ce mouvement traduit principalement des facteurs techniques : réduction structurelle de la demande des fonds de pension et assureurs, dynamique démographique diminuant le besoin de titres très longs, et une saturation du marché par les émissions souveraines. En effet, les investisseurs ont eu tendance à privilégier les stratégies de pentification « steepener trades » pour se positionner sur l'écartement de la marge de rendement entre le cinq ans et le trente ans, devant intégrer l'ensemble de ces phénomènes techniques qui concerne d'ailleurs toutes les dettes souveraines (US, UK, Allemande), et manifestant également leurs doutes sur la trajectoire budgétaire française. Dans ce contexte où les actifs refuges sont malmenés, des transferts de flux interviennent sur l'or ou même le sur le crédit investment grade qui reste recherché, alors que sa marge de crédit touche des niveaux historiquement bas.

En effet, une évolution majeure se produit dans la hiérarchisation du marché de la dette : plusieurs grands groupes français, parmi lesquels LVMH, Airbus, L'Oréal et Axa, empruntent désormais à des taux inférieurs à ceux de l'État. Le contraste souligne à la fois la confiance accordée à ces entreprises et la pression exercée sur la dette souveraine par l'excès d'offre et le volume massif de dette publique émise.

Points de résilience

Ce tableau appelle des nuances. La France dispose de plusieurs atouts : une balance courante proche de l'équilibre, contrastant avec les déficits massifs de la Grèce ou de l'Espagne avant 2008 ; un taux d'épargne des ménages élevé, à 19 %, qui constitue un solide matelas domestique ; une inflation plus contenue que chez ses voisins ; et le filet de sécurité de la BCE, via son Programme de Protection Transitoire (TPI), conçu pour empêcher toute fragmentation excessive de la zone euro.

Il faut aussi rappeler que le risque de contagion au reste de la zone euro demeure très limité. Le problème français est avant tout politique et non financier : la France n'est pas un État en faillite susceptible d'entraîner ses voisins. Même en cas de victoire du Rassemblement National, l'impact resterait contenu par l'absence probable de majorité absolue et par les garde-fous européens. L'exemple italien montre que des spreads peuvent demeurer ordonnés malgré l'arrivée d'un gouvernement perçu comme radical. Enfin, la simple mention du TPI par la BCE suffirait probablement à calmer toute tension excessive sur les spreads.

Une orientation vers une prime de risque durable

Fitch estime que le déficit dépassera 5 % du PIB jusqu'en 2027, ce qui repousse toute consolidation à l'après-présidentielle. Cette trajectoire est déjà largement intégrée par les marchés. La France perd son statut de pilier semi-core et est désormais considérée comme périphérique dans la zone euro. Mais elle n'entre pas dans une zone de crise. La prime de risque plus élevée constitue désormais une nouvelle normalité, absorbée par les investisseurs dans un contexte où le crédit et les actifs alternatifs continuent d'attirer des flux massifs. C'est bien le risque d'une nouvelle dissolution qui pèsera une nouvelle fois sur la dette française.

Achévé de rédiger le 15/09/2025.

AVERTISSEMENT

Ceci est une communication marketing.

Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild - Tous droits réservés

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015

332.652.536 R.C.S. Paris