

Dettes souveraines françaises : quelle place dans les portefeuilles assurantiels ?

L'évolution de la dette française sur les marchés demeure au centre des préoccupations de nombreux investisseurs institutionnels, compagnies d'assurance et mutuelles françaises en tête.

Les récents développements politiques et budgétaires ont ravivé les interrogations de ces dernières, historiquement porteuses de titres d'État au sein de leurs allocations, quant à la soutenabilité de la trajectoire de la dette publique et à la perception de la signature souveraine dans des portefeuilles assurantiels.

Éléments de contexte économique et budgétaire

Si au cours des cinq dernières décennies, la France n'a jamais enregistré d'excédent budgétaire, à la différence de pays tels que l'Espagne, l'Allemagne ou plus récemment le Portugal, ses finances publiques ont cependant connu plusieurs phases d'assainissement.

Dans des environnements, parfois certes plus favorables - combinant croissance, inflation maîtrisée et taux bas - les gouvernements successifs sont parvenus, à plusieurs reprises, à ramener le déficit public sous le seuil des 3 % du PIB (2001 : 1,3 %, 2008 : 1,3 %, 2019 : 2,4 %).

Cette dynamique s'est toutefois inversée sous l'effet conjugué du vieillissement démographique de la hausse structurelle des dépenses publiques et de la succession de crises économiques et financières ayant nécessité des politiques de relance ou de soutien importantes.

La dette publique française est ainsi passée de **715 milliards d'euros fin 1995 à plus de 3 345 milliards en 2025**. Rapportée au PIB, **cette dette atteint désormais les 114 %** contre environ 60 % à la fin des années 1990.¹

1. Source : Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/fr/web/products-euro-indicators/w/2-21072025-ap#estat-inpage-nav-heading-2>

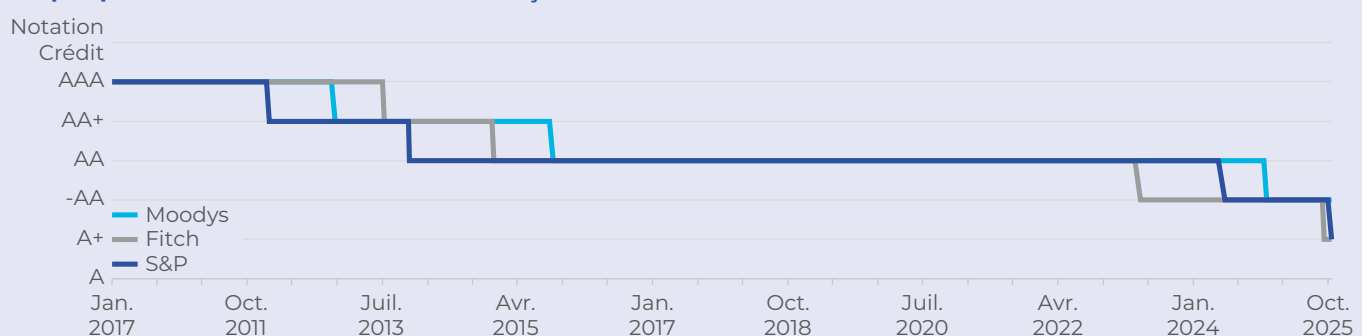
Notations souveraines et perception du marché

L'affaiblissement progressif des finances publiques françaises est aujourd'hui difficilement contestable.

À ce stade, l'éventualité d'un défaut de la France demeure selon nous hors de propos. Comme le rappelait récemment Alfred Kammer, directeur du département européen du FMI, « *les fondamentaux de la France restent solides* », et la nécessité d'un rééquilibrage budgétaire est désormais reconnue par les autorités françaises.² Par ailleurs, la Banque centrale européenne dispose désormais d'instruments tels que le TPI (Transmission Protection Instrument), permettant via des achats ciblés de dette souveraine, de neutraliser les tensions susceptibles de compromettre le bon fonctionnement du mécanisme de transmission monétaire.³

Face à ces développements, les agences de notation ont toutefois abaissé à plusieurs reprises la note souveraine de la France au cours des quinze dernières années (Cf graphique 1).⁴

Graphique 1 : Evolution de la notation française



Source : Moody's, Fitch, S&P Global, Prevaal Finance, données au 17/10/2025.

Les récentes dégradations de la note française à A+ le **12 septembre 2025 par Fitch**, invoquant la persistance des incertitudes politiques et - de façon plus inattendue - par **S&P le 17 octobre 2025**, à la suite de la présentation du projet de loi de finances 2026, renforcent la pression sur les taux de refinancement.

La prochaine évaluation de **Moody's** (notation actuelle : Aa3, perspective stable), initialement prévue pour le **24 octobre 2025**, sera particulièrement suivie par les investisseurs institutionnels.

Le coût relatif de refinancement de la dette française, mesuré par le spread OAT/Bund à 10 ans, n'a ainsi cessé d'augmenter ces dernières années, les investisseurs exigeant désormais une prime de risque accrue face au « taux sans risque allemand », traduisant une confiance plus mesurée à l'égard de la signature française.

Si l'écart de taux entre les obligations à 10 ans françaises et allemandes avait déjà atteint des niveaux supérieurs lors de la crise des dettes souveraines de 2011, l'incertitude politique récente a conduit ce différentiel à ses plus hauts niveaux de fin 2024, inédits depuis 2012 (Cf graphique 2).⁵

Graphique 2 : Spread OAT-Bund



Source : Bloomberg, Prevaal Finance, données en bps au 17/10/2025.

2. Source : <https://www.reuters.com/business/france-knows-it-must-cut-deficit-that-calms-markets-imf-says-2025-10-17/>

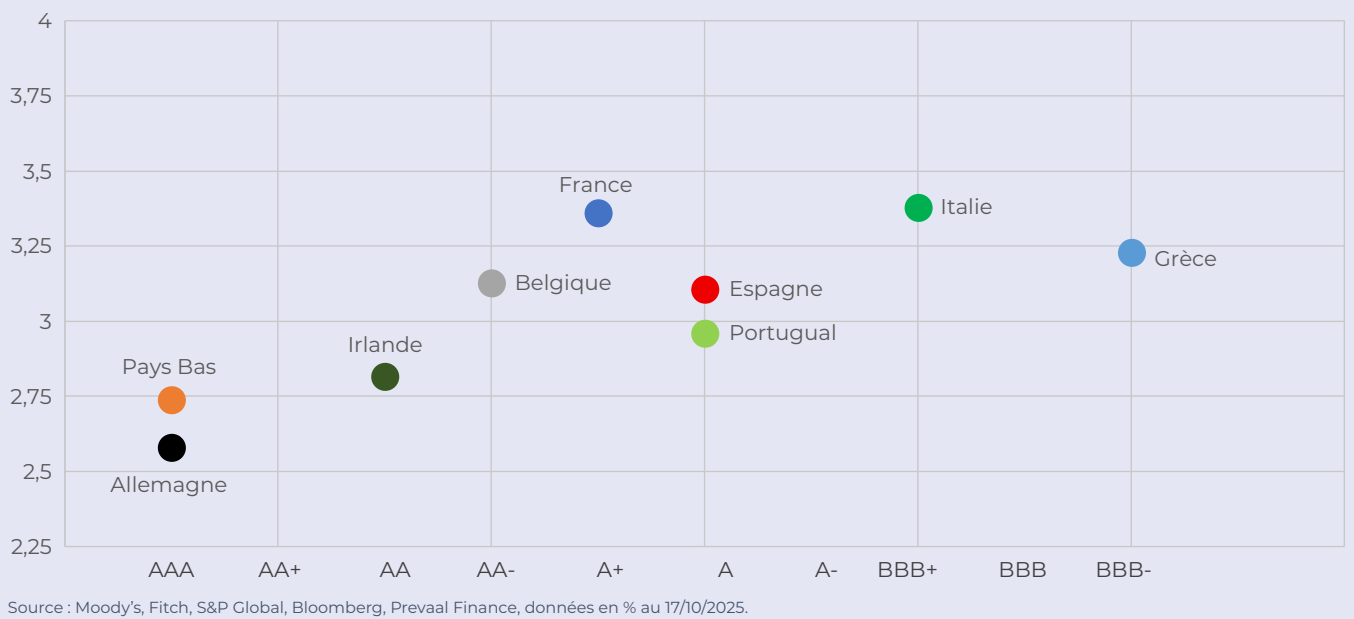
3. Source : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.fr.html>

4. Source : Moody's, Fitch, S&P Global, Prevaal Finance, données au 17/10/2025

5. Source : Bloomberg, Prevaal Finance

Comme souligné par les agences de notation, l'instabilité politique récente, a amplifié la perception négative des investisseurs, tant domestiques qu'internationaux, allant parfois jusqu'à provoquer des anomalies de marché. Fait notable, si les taux français ont depuis plusieurs trimestres dépassé les niveaux de l'Espagne et du Portugal, certaines séances courant septembre ont vu les références à 10 ans françaises s'inscrire à des taux supérieurs à leurs équivalents italiens, pourtant notés cinq crans inférieurs à ce moment-là (Cf graphique 3).⁶

Graphique 3 : Rendement des échéances à 10 ans par notation



Perspectives

Plus de la moitié de la dette française est aujourd'hui détenue par des investisseurs non-résidents. Cette répartition traduit l'attractivité historique de la signature souveraine sur la scène internationale et contribue à la profondeur ainsi qu'à la liquidité du marché secondaire. Cette demande étrangère soutenue a permis, jusqu'à présent, à Bercy de maîtriser et contenir le coût de financement de la dette.

Une détérioration supplémentaire de la perception du risque souverain pourrait entraîner de nouveaux mouvements de flux, accentuant ainsi la volatilité des taux.

Le marché, au travers du pricing actuel, intègre néanmoins déjà une anticipation de dégradation en catégorie A par l'ensemble des agences, ce qui limite les pressions additionnelles à la baisse.

Une confirmation successive de la notation en A+ par Fitch, S&P et Moody's pourrait restreindre la capacité de réinvestissement sur la dette française de certains acteurs institutionnels publics et privés (banques centrales, banques de développement, agences supranationales ou trésoreries d'entreprises), soumis à des contraintes de notation minimale.

Il conviendra donc d'observer avec attention les prochaines échéances de notation ainsi que les adjudications de l'Agence France Trésor, afin d'apprécier la dynamique de la demande et la solidité du soutien des investisseurs internationaux.

6. Source : Bloomberg, Prevaal Finance - Notation méthode baloise : la note retenue est la plus basse des deux meilleures notations disponibles.

Enjeux pour les portefeuilles assurantiels

Dans ce contexte, se pose naturellement pour les investisseurs institutionnels, la question de la stratégie à adopter vis-à-vis de la dette souveraine française : alléger, conserver ou profiter de la tension pour renforcer ?

Malgré un environnement politique toujours incertain et un spread OAT-Bund susceptible de demeurer dans la borne haute observée ces derniers mois, la dette française conserve, selon nous, un intérêt certain pour les portefeuilles assurantiels. Le niveau de rémunération actuel apparaît en effet attractif dans une optique de portage.



« Nous conservons une approche constructive vis-à-vis de la signature française et privilégions ainsi une stratégie de renforcement progressif lors de pics de volatilité. »

Artaud Caloni, Gérant obligations européennes

Il convient par ailleurs de rappeler les nombreux **avantages comptables et réglementaires** liés à la détention de titres d'État dans un mandat de gestion assurantiel.

TRAITEMENT RÉGLEMENTAIRE

Les obligations souveraines européennes bénéficient, dans le cadre de Solvabilité II, d'un traitement favorable : le **SCR de crédit (spread)** est égal à 0.

Pour les assureurs confrontés à une érosion de leur taux de couverture du SCR, la détention et/ou l'acquisition d'emprunts d'État – notamment français – permet :

- de réduire le SCR de crédit,
- d'améliorer le rendement actuariel de leur portefeuille obligataire.

TRAITEMENT COMPTABLE

La comptabilité assurantienne française prévoit un traitement favorable des obligations détenues en direct (Obligation d'Etat ou obligation d'entreprise à maturité).

- Ces titres sont classés en valeurs amortissables.
- Ils ne donnent donc lieu à **aucune provision pour dépréciation durable**, quelle que soit leur valorisation, sauf en cas de **défaut de l'émetteur**. On parle alors de *provision pour émetteur défaillant*.

La détention et/ou l'ajout de titres d'États Français offrent ainsi la possibilité - dans un environnement de marché de spread de crédit resserrés et de taux toujours attractifs - **d'optimiser le ratio de solvabilité SCR** tout en **limitant la volatilité comptable**. Cela contribue, en outre, à **renforcer la stabilité du résultat technique par l'amélioration du rendement actuariel du mandat**.

Synthèse

La dette souveraine française, malgré un environnement politique et budgétaire instable, conserve plusieurs atouts structurels pour des portefeuilles assurantiels :

- **financièrement attractive** via des taux de rémunération historiquement élevés,
- **réglementairement efficiente**, avec un SCR nul sous Solvabilité II,
- **comptablement avantageuse**, grâce à un traitement en valeurs amortissables limitant la volatilité des résultats,
- **structurellement liquide**, offrant des opportunités de gestion active.

Ainsi son maintien et/ou renforcement au sein des mandats doit s'accompagner d'une diversification géographique au sein de la zone euro. Sa sensibilité accrue à la conjoncture politique appelle à **une gestion dynamique de la durée et du risque** afin de **piloter efficacement le résultat comptable**.

« La France vit au-dessus de ses moyens. »

Raymond Barre, Premier ministre de Valéry Giscard d'Estaing de 1976 à 1981 - Allocution télévisée du 22/09/1976

Tour ALTO - 4 Place des Saisons - 92400 Courbevoie - www.prevaalfinance.fr
PREVAAL FINANCE – SAS au capital de 1 148 000 euros – Immatriculée sous le n°751 247 719 RCS Nanterre
Adresse postale : TSA 50004 - 92926 La Défense Cedex – Agrément AMF : GP-12000013

Ces informations sont destinées exclusivement aux investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive MIF 2004/39/CE du 21 avril 2004 et aux articles 314-4 et suivants du Règlement général de l'AMF. Elles ne s'adressent pas au grand public ou aux investisseurs particuliers non-professionnels au sens de toute réglementation locale. Ces informations non-contractuelles ne constituent en aucun cas une offre d'achat, une sollicitation de vente, un conseil en investissement dans des instruments financiers, ou un conseil juridique. Prevaal Finance n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, résultant de l'utilisation de l'une quelconque des informations contenues dans ce document, et ne saurait en aucun cas être tenue responsable des décisions prises sur la base de ces informations. Ces informations ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites ni distribuées sans l'accord écrit préalable de Prevaal Finance, au profit de toute personne ou entité tierce dans un pays ou une juridiction qui soumettrait Prevaal Finance ou l'un de ses produits à des obligations d'enregistrement dans ces juridictions ou lorsque cela pourrait être considéré comme contraire à la loi. Ces informations vous sont fournies à partir de sources que Prevaal Finance considère comme fiables et peuvent être modifiées sans préavis. 258_26082025