

CHAPITRE 1 – L'ÉTAT TRÉSORIER

Pour atteindre nos objectifs de décarbonation, l'État peut financer lui-même certaines des dépenses et des investissements nécessaires à la transition. Le bilan de l'État est en effet le plus adapté à la prise en charge d'une partie de ces dépenses. Tout d'abord car l'État, en tant qu'acteur à l'horizon temporel indéterminé, est capable de financer des investissements de très long terme. Ensuite parce que la puissance publique effectue traditionnellement des investissements qui répondent à des besoins sociaux qui, pour de nombreuses raisons (temporalité, risque, etc.), ne sont pas assez attractifs pour le secteur privé. Enfin, car la transition écologique est un bien public, qui est à la fois national et européen, ce qui implique une coordination entre les secteurs publics nationaux supranationaux.

Pour financer la transition, l'État peut endosser un rôle de trésorier. L'État trésorier a recours à l'endettement pour dégager des fonds et financer seul les investissements ou les dépenses de transition¹. Nous ne traitons pas de la question de l'impôt dans cette note, qui pourrait faire l'objet d'une étude à part entière.

Les outils présentés dans cette partie ont pour but d'améliorer les conditions de l'endettement public tout en garantissant la soutenabilité de la dette. Nous définissons l'État comme l'ensemble des agences publiques ou semi-publiques ayant la capacité de s'endetter. Nous considérons toutes les échelles possibles d'endettement public, y compris les institutions supranationales à l'échelle européenne.

En s'endettant pour financer ses investissements, l'État étend son bilan en créant une nouvelle ligne à son passif. À l'actif, les investissements effectués par l'État ont une rentabilité incertaine. Ces actifs de transition peuvent même constituer une dépense pure. En effet, ce sont les investissements qui ne sont pas pris en charge par le secteur privé que l'État devra finir par financer seul s'il veut atteindre ses objectifs de réduction d'émissions. C'est donc ici l'État qui prend en charge la totalité du financement de dépenses de transition peu ou non profitables.

Les exemples de grandes transformations économiques qui ont été financées grâce à l'endettement public sont nombreux. A partir de la deuxième moitié du XVII^e siècle, l'utilisation de la dette des États a évolué, du financement essentiellement des guerres à celui des biens publics, par exemple *via* l'émission d'obligations pour financer l'éducation ou les travaux publics (Eichengreen et al., 2018). Par exemple, pendant l'ère Meiji, le Japon a émis ses premières obligations à Londres en 1870 pour financer la modernisation du pays, notamment la construction de chemins de fer. Bien plus récemment, en France, on peut évoquer le grand emprunt d'État en 2010 et les « Programmes d'investissements d'avenir » (PIA). Au niveau européen, le plan *NextGenerationEU* de 750 milliards

¹ Ou servir également à financer les outils permettant de mobiliser le capital privé, outils qui seront présentés dans les parties suivantes.

d'euros a été financé en intégralité par l'émission de dette commune européenne. Il s'est traduit en France par le plan *France Relance*, avec trois volets principaux : l'écologie, la compétitivité et la cohésion.

L'endettement public présente cependant deux types de limites, économiques et institutionnelles. Tout d'abord, d'un point de vue institutionnel, l'endettement public des pays de la zone euro est aujourd'hui soumis aux règles budgétaires européennes, qui viennent d'être réformées¹ et limitent la capacité des États membres à s'endetter ou à creuser leur déficit. De même, l'endettement européen commun est soumis à des règles strictes : il ne peut dépasser un certain pourcentage du budget européen. Sur le plan économique, l'État doit éviter de se retrouver dans une situation d'augmentation explosive de ses taux d'endettement et de difficultés de refinancement, ce qui pourrait arriver en cas de perte de confiance dans les institutions. Mais l'augmentation de la dette n'est pas systématiquement synonyme d'explosion de la dette, et il existe des manières de modifier les caractéristiques de l'endettement public pour le rendre plus soutenable tout en continuant à en faire un outil de financement des dépenses d'avenir (cf. *infra*).

Aujourd'hui, la dette publique française reste pour l'instant un produit financier sûr, prisé par les investisseurs, dans un contexte international où il existe un déficit de tels actifs ([Blanchard & al. 2023](#)). Et si la transition est coûteuse, l'inaction climatique pourrait l'être bien davantage : la réduction de la croissance due au changement climatique implique des pertes de [recettes fiscales futures pour le secteur public](#), un coût qui excèdera très vraisemblablement celui de la transition ([Bilal et Känzig 2024](#) ; voir aussi notre [dialogue](#) avec Adrien Bilal). De ce point de vue, la transition écologique pourrait s'autofinancer au sens où ses bénéfices futurs en termes de revenus excèderaient son coût présent.

Sortir par le haut du dilemme entre soutenabilité budgétaire et climatique implique d'innover dans les pratiques d'endettement. Nous présentons ici des instruments existants ou ayant existé, et qui permettraient de transformer les caractéristiques de l'endettement public pour faciliter le financement de la transition écologique. Ils sont regroupés en trois catégories en fonction du degré d'innovation par rapport au cadre actuel d'endettement :

1. Les instruments visent simplement à modifier les caractéristiques de certains modes d'endettement déjà utilisés ;
2. De nouveaux instruments qui sont spécifiquement destinés à financer la transition ;
3. Les instruments visent à modifier le cadre institutionnel et doctrinal de l'émission de dette.

¹ Selon Bruegel, la réforme des règles budgétaires européennes devrait conduire à un ajustement moyen de 1,7 % du PIB européen après 4 ans.

1. Faire évoluer les propriétés de la dette

Dans cette catégorie, les outils agissent sur les propriétés de la dette afin d'améliorer les conditions de l'endettement public et garantir un financement stable à long terme.

Allongement de la maturité de la dette

Il s'agit d'une augmentation de la maturité moyenne des titres de dette souveraine. Le financement par maturités très longues (et même perpétuelles) était le mode de gestion de la dette dominant au XIXe siècle et pendant l'entre-deux-guerres ; le raisonnement des acteurs de l'époque était que le recours à ces maturités permettait de garantir une dette plus soutenable en étalant le paiement des intérêts.

Ainsi, lorsque Raymond Poincaré, président du Conseil arrive au pouvoir en 1926 dans un contexte d'instabilité politique et financière, une de ses premières mesures « d'assainissement » de l'économie française fut l'éradication de la dette à court terme. Le gouvernement émet alors des emprunts à long terme pour racheter et refinancer la dette à court terme, grâce à une Caisse Autonome d'Amortissement créée de façon *ad hoc*. Cette politique ne fut pas durable, mais elle contribua temporairement à réduire la pression financière sur la dette française et à restaurer la confiance.

Plus récemment, l'Autriche a émis en 2020 des obligations à cent ans, qu'elle n'a pas eu de problème à écouler, pour un taux d'intérêt pourtant très bas (0,88 %). Le succès ces émissions de plus long terme tient à la demande de la part de certains investisseurs – comme les fonds de pension ou les assurances – de se couvrir contre le risque de taux à très long terme avec des actifs sûrs.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none">• Se protéger contre les hausses de l'inflation dans un contexte de plus grande volatilité des prix, due au changement climatique et à la transition (Carstens 2022).• Réduit les risques de difficulté de refinancement.• La transition écologique représente un défi de long terme qui doit pouvoir être financée de manière stable dans le temps. Elle implique des investissements de long terme.	<ul style="list-style-type: none">• Les obligations à long terme doivent être émises lors de périodes de taux bas.• On peut également s'interroger sur le volume de dette à long terme que les marchés auraient la capacité d'absorber, même si les créateurs bénéficient de nombreux avantages (revenus stables et sûrs à long terme).

Étendre la distribution de la dette aux investisseurs de détail¹

La « *retailisation* » désigne le processus par lequel un produit de dette est rendu accessible aux investisseurs individuels. Il consiste plus simplement à s'adapter à la demande d'investisseurs déjà existants mais à augmenter la base d'investisseurs, en particulier vers les investisseurs individuels. Cela peut avoir un impact non seulement sur la stabilité de la demande, et donc la volatilité des taux, mais également sur la stratégie d'émission de la dette (et ses propriétés à plus long terme).

Historiquement, la France a déjà réalisé des campagnes d'émission de dette où la stratégie était de toucher les particuliers avec des bons spécifiques. À partir du décret du 13 septembre 1914, le Trésor émet des bons de manière permanente, sans plafonnement², par petites coupures et auprès du grand public. Sous le régime de Vichy, le ministre des Finances Yves Bouthillier crée des bons pour résorber les capitaux des paysans. Aujourd'hui, certains pays se distinguent par la part de la dette détenue par les résidents : le Japon (90 %) et l'Italie (73 %) par exemple. En Italie, on estime qu'environ 7 % de la dette publique est détenue par les ménages³. Le Trésor italien a également émis en 2012 des bons spécifiquement adressés aux épargnants italiens, les BTP Italia, avec des intérêts indexés sur l'inflation et payés semi-annuellement.

Avantages

- La détention de la dette par les résidents augmente la stabilité des fonds en réduisant la volatilité de la demande (Arslanalp & Tsuda 2012).
- Élargir la base d'investisseurs potentiels, à destination notamment des résidents et en particulier des ménages, permet de créer une base d'investisseurs plus large et est généralement associée à des taux plus faibles (Andritzky 2012).
- La *retailisation* permet de réduire la dépendance envers les investisseurs institutionnels et les marchés de capitaux internationaux.
- En élargissant la base d'investisseurs vers les ménages, on engage davantage le grand public, ce qui peut rendre l'endettement public plus concret et plus acceptable.

Inconvénients

- *Retailiser* la dette peut induire des difficultés de mise en œuvre, notamment des problèmes de compréhension des enjeux financiers qui limitent la possibilité d'atteindre un public large (Pavot & Valenta 2021).
 - Augmenter la part de la dette détenue par les ménages pourrait entraîner des effets de rétroaction : si la valeur de la dette française se déprécie, cela peut appauvrir une partie de la population qui en serait détentrice, et déstabiliser les banques et institutions financières résidentes.
 - En Italie, l'État a mis en place des incitations fiscales pour pouvoir attirer ces investisseurs *retail*. Cela peut constituer une charge supplémentaire pour l'État.
-

¹ Voir notre [note](#) pour une analyse plus complète de cet outil.

² En 1838 les émissions sont plafonnées : la loi de finances fixe chaque année le montant en capital des bons du Trésor autorisé. Le ministre des Finances fixe ensuite par arrêté le montant et la date d'émission de chaque tranche, ainsi que le taux d'intérêt.

³ Selon un [chiffrage](#) réalisé par la Banque Centrale Européenne.

Réduire la part de la dette indexée sur l'inflation

Les « *Inflation-Linked Bonds* » (ILBs), ou obligations indexées sur l'inflation, sont des titres de dette émis par les gouvernements (ou parfois par des entreprises) dont le principal et/ou les intérêts sont ajustés en fonction de l'inflation. Leur objectif principal est de protéger les investisseurs contre la perte de pouvoir d'achat due à l'inflation. En France, ils ont été introduits en 1998 par Dominique Strauss-Kahn. En mai 2024, ils représentaient 11,4 % de la dette négociable selon l'INSEE. Cette proportion est significativement plus élevée que pour d'autres pays européens (autour de 1 % en Allemagne, qui mettra bientôt fin à toute émission de titres indexés sur l'inflation).

Avantages

- Dans un contexte de réchauffement climatique et de transition qui pourrait rendre l'inflation plus volatile (Carstens 2022), le maintien d'une part aussi importante de bons indexés sur l'inflation pourrait être à l'origine d'une hausse importante de la charge de la dette. En 2022, par exemple, la dette à taux variable a représenté 42 % des intérêts, qui ont significativement augmenté pour atteindre 38 milliards d'euros, alors que les bons indexés représentaient 10 % de la dette.
- L'indexation crée de l'incertitude sur la charge de la dette qui devra être supportée par les pouvoirs publics.

Inconvénients

- Les bons indexés sur l'inflation répondent à une demande des investisseurs qui s'inquiètent eux-mêmes de la volatilité des prix. La demande pour ces bons est donc forte et pourrait diminuer si on en arrêta l'émission.
 - Ces bons indexés sur l'inflation sont liquides. Si l'AFT décidait de tarir leurs émissions, cela pourrait affecter la liquidité de ces actifs sur le marché.
-

2. Émettre des bons d'affectation verts pour financer la transition écologique

Les outils présentés ici ont pour objectif l'émission de titres de dette spécifiques pour financer la transition. Ces instruments de dette se distinguent par leur mode d'émission. Parmi eux, un outil existe déjà : le bon du trésor « vert ». Les deux autres ont été des modes de financement de l'État historiquement prévalents, et pouvant aujourd'hui être réadaptés pour répondre au défi du financement de la transition. Tous ces instruments permettent d'améliorer la transparence sur l'utilisation de la dette et de renforcer l'acceptabilité de l'endettement, en le liant à des usages concrets.

Obligations vertes

Les titres de dette publique « verts » sont destinés à financer spécifiquement des dépenses ou des investissements verts et de transition. C'est la Banque Européenne d'Investissement (BEI) qui émet, pour la première fois en 2007, des obligations vertes. Elle reste encore aujourd'hui un acteur de référence dans ce marché. En France, l'Agence France Trésor émet des OAT vertes¹ depuis 2017. Pour 2024, elles seront adossées à un montant de 15 milliards d'euros de dépenses vertes².

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none">Le marché des obligations vertes (ou <i>green bonds</i>) est en plein essor : il a atteint la barre des 1 000 milliards de dollars cumulés en 2020 (BEI 2021). Les titres de dette verts sont considérés comme liquides.Dans son évaluation des obligations vertes, la BEI constate un niveau de souscription plus élevé que pour les obligations classiques ainsi qu'une diversification de la base d'investisseurs.	<ul style="list-style-type: none">Le marché reste limité en taille au niveau mondial (il ne représentait que 3,7 % du total des émissions obligataires dans le monde en 2019).L'émission d'obligations vertes peut générer un surcoût par rapport aux obligations classiques, bien que celui-ci reste faible (BEI 2021).

¹ Obligations assimilables du Trésor vertes. Pour un aperçu, voir [le rapport d'information du Sénat](#) (2022) qui leur est consacré.

² Voir le [Communiqué de presse de l'AFT](#) : « OAT vertes : Annonce du montant des dépenses pour l'année 2024 ».

Grand emprunt national de transition

Les grands emprunts nationaux désignent des campagnes d'endettement public auprès des citoyens. On pourrait y avoir recours pour financer la transition écologique. Cet instrument a été utilisé à plusieurs reprises dans l'histoire française, notamment dans la première moitié du XX^{ème} siècle, pour financer les deux guerres mondiales et la Reconstruction. Un exemple plus récent est l'emprunt dit « Balladur » de 1993. Celui-ci s'est distingué par le montant levé : 110,4 milliards de francs – soit environ 27 milliards d'euros 2023¹ – auprès d'1,4 millions de particuliers, et à un taux de 6 %, relativement faible pour l'époque (Marini 2009).

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none">• Permet de cibler l'épargne des particuliers, particulièrement élevée en France : 17 % en moyenne en 2023².• Permet de diversifier le profil des détenteurs et d'orienter l'épargne vers des investissements nécessaires à la transition.• L'exemple de l'emprunt Balladur peut être considéré comme un succès, puisqu'il a levé près de trois fois la somme attendue et avait été bien reçu par le public.• Du fait de la préoccupation sociale grandissante pour l'environnement³, cet emprunt pourrait connaître une adhésion importante des épargnants français, notamment s'il est spécifiquement ciblé pour financer la transition (Dechezleprêtre et al. 2022).• L'importante disponibilité de l'épargne et l'adhésion potentiellement élevée pourrait permettre à l'État d'emprunter à taux faible.	<ul style="list-style-type: none">• Les taux associés sont généralement plus élevés que sur les marchés financiers, pour attirer le souscripteur.• Pour inciter les particuliers à souscrire à l'emprunt national, celui-ci peut s'accompagner d'avantages fiscaux, comme cela a été le cas lors de l'emprunt Balladur. Cela représente un coût additionnel pour l'État (intérêts à rembourser, frais de communication et de mise en œuvre). Les emprunts nationaux sont, de manière générale, plus chers que l'emprunt <i>via</i> les marchés. Dans le cas de l'emprunt Balladur, il a cependant été largement inférieur au produit final, dont les recettes nettes se sont élevées à environ 25 milliards d'euros 2023.• Bien qu'elle confère aux souscripteurs un actif sûr, cette mesure peut faire baisser la rentabilité de l'épargne des plus petits souscripteurs. Si le taux d'intérêt de l'emprunt national est trop faible, celle-ci peut ne pas être compensée, et donc peser sur les ménages disposant d'une épargne plus faible.• Cette mesure dépend de la confiance des citoyens dans l'État et le gouvernement. Elle peut être difficile à mettre en œuvre dans un contexte de tensions politiques.

¹ Conversion en euro actuel réalisée par les auteurs à partir de (Marini 2009).

² Selon l'INSEE.

³ Selon les enquêtes annuelles menées par l'Ademe et le Crédoc, la préoccupation environnementale fait partie des préoccupations majeures des Français (voir par exemple Ademe 2023).

3. Se reposer également sur l'échelle supranationale

Face aux besoins urgents de financement posés par la pandémie de Covid-19, les États membres de l'Union européenne (UE) ont décidé d'émettre des bons communs européens pour financer *NextGeneration EU* (NGEU), le plan de relance de l'Union. Cet endettement européen commun a permis de dégager environ 800 milliards d'euros, redistribués ensuite aux États membres ou investis dans des projets stratégiques à travers des fonds d'investissement communautaires. Aujourd'hui, la question revient sur le devant de la scène avec la publication récente du rapport de Mario Draghi (2024). Celui-ci défend en effet la nécessité d'augmenter les capacités de financement de l'UE pour répondre aux besoins d'investissement dans la transition et la productivité.

La question de l'endettement européen n'en reste pas moins épineuse. En effet, politiquement, elle est rendue difficile par l'opposition de certains pays dits « frugaux », c'est-à-dire l'Allemagne, les Pays-Bas, le Danemark, la Suède et l'Autriche, qui sont traditionnellement opposés à la dépense et à l'endettement européen (qu'ils assimilent comme à transfert de ressources vers les États membres plus vulnérables d'Europe du Sud). Certains d'entre eux avaient exprimé de forts désaccords et créé des blocages lors des négociations de NGEU. Pour finir, il faut noter que les traités actuels interdisent d'y avoir recours hors période de crise ou circonstance exceptionnelle¹. En l'état actuel, il faut donc développer des outils permettant de contourner ces difficultés politiques, et faciliter l'endettement à l'échelle supranationale.

Endettement européen via un **Fonds Européen pour le Climat**

Notre proposition de Fonds Européen pour le Climat (qui fait partie de [notre dossier pour les élections européennes](#)) pourrait permettre de faciliter et d'améliorer les conditions de l'endettement européen. On pourrait en effet conférer à ce Fonds la possibilité de s'endetter pour financer les subventions et les prêts adressés aux États membres. Le capital souscrit par les États membres serait abondé selon des clés de répartition reposant sur leurs capacités et besoins de financement, à partir de plusieurs critères possibles : taux d'intérêts obligataires sur 10 ans ou charge d'intérêt attendue, volume d'émissions historiques de gaz à effet de serre, retard accumulé sur les trajectoires de décarbonation, impact social des recompositions sectorielles, par exemple.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none">• Confère des ressources propres au Fonds Européen pour le Climat au-delà du capital abondé par les États membres, ce qui multiplierait son pouvoir de financement.• Les clés de répartition du capital par pays pourraient prendre en compte des besoins et des capacités de financement des États membres et distribuer la charge entre pays européens en suivant à la fois une logique économique et de justice climatique.	<ul style="list-style-type: none">• La difficulté est celle de l'acceptabilité politique et de la définition des clés de répartition qui satisferaient les pays « frugaux ». Pour renforcer l'acceptabilité, il faudrait peut-être lier l'octroi de ces fonds au respect de mesures de soutenabilité budgétaire.• La question du remboursement se posera, notamment de la définition de ressources communes aujourd'hui limitées.

¹ Article 122 du Traité de Fonctionnement de l'Union européenne.