GOUVERNEMENT

Liberté
Égalité
Fraternité

Rapport sur la dette des administrations publiques

Annexe au projet de loi de finances pour 2027

Assemblée nationale
Constitution du 4 octobre 1958
Dix-septième législature

2027

RAPPORT SUR LA DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Prévu par l'article 48 de la loi organique n° 2001-692 du 1er août 2001 relative aux lois de finances, ce rapport a vocation à analyser la trajectoire, les conditions de financement et la soutenabilité de la dette de l'ensemble des administrations publiques et de leurs sous-secteurs.

I. Trajectoire de la dette publique 4

A. Trajectoire pour l'ensemble des administrations publiques 4

B. Dette par sous-secteurs 9

C. Scénario macroéconomique sous-jacent 11

D. Évolution de la dette publique française sur longue période et comparaison internationale 14

II. Conditions de financement de l'État 19

A. Les coûts de financement de l'État 19

B. Les ressources de financement de l'État 25

C. La prédominance des européens parmi les investisseurs en dette publique 34

III. Soutenabilité de la dette publique 44

A. Scénario de taux d'intérêt et effet d'une hausse des taux ou de l'inflation sur la charge de la dette 44

B. Analyse de la soutenabilité de la dette dans le cadre budgétaire européen 47

Bibliographie 49

La dette est la somme des emprunts réalisés par le passé qui n'ont pas encore été remboursés à ce stade. Elle résulte de la somme des déficits accumulés au fil des années de laquelle sont retranchés les excédents qui ont pu être réalisés.

La dette publique est celle de l'ensemble des administrations publiques. Elle inclut donc celle de l'État, qui porte l'essentiel de la dette publique (82 % de la dette publique totale à la fin du 2ème trimestre 2026), mais aussi la dette des organismes de sécurité sociale (notamment la CADES, l'UNEDIC et Urssaf Caisse nationale), des collectivités locales (bloc communal, départements, régions, qui peuvent s'endetter pour leurs dépenses d'investissement) et celle des organismes divers d'administration centrale (cf. partie dédiée, les ODAC ne peuvent en règle générale pas s'endetter, mais avec des exceptions).

La définition de la dette la plus souvent utilisée et retenue dans ce rapport est la dette au sens de Maastricht. Elle est publiée par l'Insee, et les règles de calcul sont celles du système statistique européen, qui permet la comparabilité entre pays. Il s'agit d'une dette brute, consolidée, et en valeur nominale (cf. Encadré 1).

La dette publique française s'établit à 3 595,5 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2026[1] : elle est constituée en grande partie de titres négociables (3 229,0 Md€) pour les principaux émetteurs publics (État, CADES, UNEDIC, Urssaf Caisse nationale) mais aussi, dans une moindre mesure, de crédits (323,8 Md€, en particulier dans le secteur public local).

Conformément aux dispositions de la loi organique n° 2001-692 du 1er août 2001 relative aux lois de finances, le présent rapport porte sur la dette publique d'ensemble, et analyse plus en détail la gestion de la dette de l'État. Il est structuré en trois parties :

1. *La première présente les perspectives d'évolution de la dette publique à moyen terme.*
2. *La deuxième détaille les conditions de financement de l'État.*
3. *La troisième analyse la soutenabilité de la dette publique française à long terme.*

[1] Insee, « À la fin du deuxième trimestre 2026, le ratio de dette publique s'établit à 119,0 % du PIB », *Information Rapide n° 239*, 29 septembre 2026.

I. Trajectoire de la dette publique

A. Trajectoire pour l'ensemble des administrations publiques

En fin d'année 2025, le niveau de dette publique s'est établi à 3 460,1 Md€, soit 115,7 % du PIB, selon les derniers chiffres publiés par l'Insee.

En 2026, le ratio d'endettement augmenterait pour atteindre 119,3 % du PIB en fin d'année, soit une augmentation de 3,6 points de PIB par rapport à 2025. Cette hausse serait principalement due au déficit public, qui à –5,4 % du PIB serait nettement en-deçà du solde stabilisant (–2,3 % du PIB) et qui contribuerait donc à la hausse pour 3,1 points de PIB. Cet effet serait d'autant plus important que la croissance limitée de l'activité (+2,0 % en valeur) entraîne un niveau de solde stabilisant relativement élevé. De plus, les flux de créances, qui reflètent des opérations n'ayant pas d'effet sur le solde mais affectent la dette, contribueraient pour +0,5 point. Ils seraient majoritairement dus à des flux de créances de l'État, notamment du fait de l'effet des primes et décotes à l'émission (*cf.* encadré 6).

En 2027, le ratio de dette publique continuerait de s'accroître pour atteindre 121,7 % du PIB, soit une variation de +2,4 points de PIB. Ce ralentissement de la dette reflèterait l'amélioration du déficit en 2027 à la faveur des mesures prises dans le cadre des textes financiers pour 2027 : à –5,0 % du PIB, il serait toujours inférieur au solde stabilisant la dette (qui atteindrait –3,2 % du PIB) mais l'écart entre les deux se réduirait. Ainsi, le solde public contribuerait à la hausse de la dette à hauteur de 1,9 point de PIB. Les flux de créances contribueraient comme en 2026 pour +0,5 point à l'évolution du ratio de dette : si l'évolution des primes et décotes à l'émission serait favorable, ce mouvement serait compensé par les premiers décaissements attendus du prêt accordé à EDF dans le cadre du nouveau nucléaire français.

Au-delà de 2027, la trajectoire sous-jacente au PLF 2027 maintient par la suite l'objectif de retour sous les 3 % du PIB en 2029 conformément aux engagements européens de la France, puis une cible de déficit 2030 compatible avec le bras préventif des règles budgétaires européennes. Dans cette trajectoire, le ratio de dette au sens de Maastricht augmenterait encore légèrement en 2028, à 122,4 % du PIB en 2028, avant de diminuer dès 2029.

Malgré cette trajectoire de réduction du déficit public et le reflux attendu du taux d'endettement à partir de 2028, la charge de la dette demeure attendue en hausse au moins jusqu'en 2030 (Tableau 2) en raison à la fois de la hausse des taux et du stock de dette.

Tableau 1 : Prévisions du ratio d'endettement des administrations publiques							
(Points de PIB)	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
Ratio d'endettement au sens de Maastricht (1)	**112,6**	**115,7**	**119,3**	**121,7**	**122,4**	**121,9**	**120,9**
Croissance nominale du PIB (en %) (2)	3,6	1,9	2,0	2,7	2,8	2,8	2,9
Solde stabilisant le ratio d'endettement (hors flux de créance) $(3)_n \approx - (1)_{n-1} \times (2)_n$	-3,8	-2,1	-2,3	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4
Solde effectif (4)	-5,8	-5,1	-5,4	-5,0	-3,9	-2,8	-2,4
Écart au solde stabilisant le ratio d'endettement (5) = (4) - (3)	2,0	3,0	3,1	1,9	0,6	-0,5	-1,0
Flux de créances (6)	1,2	0,1	0,5	0,5	0,1	0,0	0,0
Variation du ratio d'endettement (7) = (6) + (5)	**3,1**	**3,1**	**3,6**	**2,4**	**0,7**	**-0,5**	**-1,0**

Lecture : la variation de la dette en points de PIB résulte de deux contributions : d'une part, de l'écart entre le solde public effectif et le solde stabilisant la dette (5) et, d'autre part, des flux de créances de l'année (6). Les flux de créances sont des opérations neutres sur le déficit en comptabilité nationale, mais qui ont un effet sur le niveau de la dette (par exemple, les prêts accordés par les administrations publiques à des entités hors des administrations publiques). Ils permettent ainsi de réconcilier l'évolution de la dette avec le cumul des besoins de financement en comptabilité nationale (cf. aussi encadré n°2).

Tableau 2 : Charge de la dette des administrations publiques (comptabilité nationale)							
(En points de PIB)	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
Charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques	2,0	2,2	2,6	2,9	3,2	3,5	3,7

Encadré 1 : Définition de la dette au sens de Maastricht[2]

La dette au sens de Maastricht couvre trois passifs financiers de l'ensemble des administrations publiques : les numéraires et dépôts, les titres de créances et les crédits. C'est une ***dette brute, consolidée et exprimée à sa valeur de remboursement****, définie sur des concepts du Système européen de comptes nationaux (SEC 2010).*

La dette au sens de Maastricht, ou dette publique notifiée[3]*, couvre l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux : l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les administrations publiques locales (APUL) et les administrations de sécurité sociale (ASSO).*

La dette au sens de Maastricht ne comprend pas l'ensemble des passifs financiers. En sont exclus les produits financiers dérivés, les intérêts courus non échus ainsi que les autres comptes à payer.

C'est une dette ***brute*** *au sens où l'on ne soustrait pas aux éléments de passifs les actifs financiers des administrations publiques. Par exemple, l'État possède des actifs financiers (prêt à des États étrangers, trésorerie disponible) : ceux-ci ne sont pas soustraits de la dette au sens de Maastricht.*

Elle est ***consolidée*** *: sont donc exclus du calcul de la dette les éléments de dette d'une administration détenus par une autre administration. Ainsi, la dette au sens de Maastricht n'inclut pas les dépôts des correspondants du Trésor lorsque ces correspondants sont des administrations publiques (notamment les collectivités locales). De même, les titres de dette française détenus par les administrations publiques dans leur politique de placement (par exemple, le fonds de réserve des retraites ou les ré-gimes de retraite complémentaire) sont exclus de la dette au sens de Maastricht.*

La dette au sens de Maastricht est ***évaluée en valeur nominale****, c'est-à-dire à la valeur de remboursement du principal. Ainsi, les intérêts courus non échus ou les fluctuations des cours des titres ne sont pas compris dans l'évaluation des instruments, alors que la réévaluation de la valeur de remboursement des titres indexés sur l'inflation (OATi, OAT€i et CADESi) est prise en compte.*

La dette au sens de Maastricht est définie par l'article 126 du traité de Maastricht, puis complétée par le règlement 479/2009 et le protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs annexé à la version consolidée du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne.

---

[2] Sur la base de la définition de la dette au sens de Maastricht de l'Insee (lien).
[3] La dette publique est notifiée chaque année à la Commission Européenne.

Encadré 2 : La dynamique de la dette publique, le solde stabilisant et effet boule de neige

Exprimée en milliards d'euros, la dette progresse avec les déficits et diminue lorsque des excédents sont réalisés. ***Seul l'équilibre des finances publiques permet de stabiliser la dette en euros courants.***

Il est cependant d'usage de regarder l'évolution du ratio de dette publique par rapport au PIB. Ce ratio permet de comparer l'endettement avec un indicateur de richesse produite et de tenir compte de cet enrichissement. Ce ratio s'établit à 115,7 points de PIB en fin d'année 2025.

Évolution de la dette et solde stabilisant

Comme le PIB croît en moyenne chaque année, ***il est possible de stabiliser voire de faire baisser le ratio de dette avec un solde public négatif****. En effet, la dette publique peut progresser en euros courants, mais si elle progresse moins que le PIB, le ratio de dette diminue.* ***On appelle communément « solde stabilisant la dette » le solde limite qui permet au ratio de dette publique de ne pas augmenter.***

Mathématiquement, le solde stabilisant la dette est proche de l'opposé du produit entre le ratio de dette de l'année précédente et la croissance en valeur[(a)]. Quand la croissance nominale est positive (ce qui est le cas hors période de crise, et également en moyenne), ce solde est négatif. À titre d'exemple, lorsque la croissance est élevée, comme c'était le cas en 2021, le solde stabilisant la dette peut être très négatif (–8,7 points de PIB), ce qui permet une réduction du ratio de dette malgré un déficit élevé (–6,6 points de PIB).

L'écart du solde public au solde stabilisant la dette est donc le principal facteur qui explique les fluctuations du ratio de dette publique. D'autres facteurs peuvent jouer comme les décalages comptables ou les opérations financières (réduction ou augmentation de la trésorerie de l'État, achat ou vente de titres financiers comme action, obligation, prêt ou remboursement de prêt). En effet, ces opérations n'ont pas d'impact en général sur le solde public au sens de Maastricht mais peuvent augmenter ou diminuer les besoins de financement et donc la dette publique. Ces opérations conduisent à des écarts entre l'évolution de la dette et du solde public, appelés « flux de créances » ; leur impact est en général quantitativement limité par rapport à l'écart au solde stabilisant.

Solde primaire et effet boule de neige

L'analyse précédente fondée sur l'écart au solde stabilisant la dette peut être complétée par une analyse de l'évolution du ratio de dette au regard du taux de croissance, du taux d'intérêt et du solde public primaire (solde public duquel est soustraite la charge d'intérêt). Ainsi, à taux de croissance inchangé, une hausse du taux d'intérêt apparent rehausse le niveau de solde primaire nécessaire pour stabiliser le ratio de dette. Ce dernier solde est appelé solde primaire stabilisant la dette. Autrement dit, dans cette hypothèse, une hausse des taux d'intérêt exige des efforts supplémentaires de consolidation des comptes publics pour atteindre une cible donnée de ratio de dette publique.

Mathématiquement, le solde primaire stabilisant la dette est proche du produit du ratio de dette de l'année précédente et de la différence entre le taux d'intérêt apparent du stock de dette et du taux de croissance en valeur[(b)]. Le taux d'intérêt apparent est le taux d'intérêt moyen des encours constituant la dette.

(a) $\boldsymbol{solde\ stabilisant_{t+1}} = -\frac{g_{t+1}}{1+g_{t+1}} \times \frac{D_t}{PIB_t}$

(b) $\boldsymbol{solde\ primaire\ stabilisant_{t+1}} = \left(\frac{r_{t+1}-g_{t+1}}{1+g_{t+1}}\right) \times \frac{D_t}{PIB_t}$

avec g_t la croissance du PIB en valeur à t, D_t la dette publique en euros courants à t et r_t le taux d'intérêt apparent de la dette publique à t.

Ainsi, la dynamique de la dette publique s'appréhende au regard de la dynamique du solde primaire mais également de celles de la croissance de l'activité et des taux d'intérêt.

*A déficit constant, le ratio de dette publique en points de PIB peut augmenter mécaniquement du fait de la différence entre la dynamique des taux d'intérêt et de la croissance de l'économie, c'est ce qu'on appelle « **l'effet boule de neige** » de la dette publique. Plus précisemment, lorsque le coût de financement de la dette publique (ou r, i.e. le taux d'intérêt moyen payé sur le stock de dette) est supérieur à la croissance nominale du PIB (ou g), le ratio de dette s'accroit même si le solde primaire est à l'équilibre : c'est cette hausse « autoalimentée » qui est à l'origine de l'image d'une boule de neige. À l'inverse, lorsque g est supérieur à r, le ratio de dette peut diminuer même en l'absence d'excédent primaire.*

Mathématiquement, l'effet boule de neige est calculé comme suit : $\frac{r_t-g_t}{1+g_t} \cdot d_{t-1}$

Avec r_t le taux d'intérêt apparent de la dette à l'année t, g_t le taux de croissance du PIB à l'année t, d_{t-1} la dette publique en pourcentage du PIB de l'année $t-1$. Au premier ordre, il peut être approximé par :

$$(r_t - g_t) \cdot d_{t-1}$$

À noter que cette valeur correspond aussi au niveau du solde primaire stabilisant, c'est-à-dire au solde primaire permettant de compenser exactement l'effet boule de neige sur le ratio de dette.

B. Dette par sous-secteurs

La dette publique peut se décomposer en la dette de chacun des sous secteurs des administrations publiques. La contribution d'un sous-secteur est égale à la totalité de ses dettes, diminuée des éléments dont le créancier est une autre administration publique. Cette diminution est appelée « consolidation de la dette » au sein des administrations publiques. Ainsi, la somme des contributions des sous-secteurs est égale à la dette publique totale. Par exemple, lorsqu'une entité faisant partie des administrations publiques acquiert des titres d'État, la contribution de l'État à la dette publique se réduit, alors que la dette de l'État reste inchangée. De même lorsqu'une entité faisant partie des administrations publiques dépose ses liquidités sur le compte unique du Trésor, la dette de l'État s'accroît (ce dépôt étant considéré comme une dette de l'État vis-à-vis de cette entité), mais pas la contribution de l'État à la dette publique.

L'endettement des administrations publiques est porté en grande majorité par l'État et, dans une moindre mesure, par les administrations de sécurité sociale (ASSO) et les administrations publiques locales (APUL). Cette répartition découle de la place historique de l'État au sein des administrations publiques françaises, par exemple du fait qu'il porte généralement la charge de la majorité des hausses de dépenses induites par des contraintes externes ou des crises. Les contributions des différents sous-secteurs à l'endettement public ne reflètent ainsi pas la qualité de leurs signatures respectives : la dette de l'État est particulièrement attractive et bénéficie de taux d'intérêt moins élevés que le reste des administrations publiques.

- Concernant l'État, la dette consolidée de l'État s'élève à 94,4 points de PIB[4] au 31 décembre 2025. Elle est majoritairement constituée de dette négociable, gérée par l'Agence France Trésor (les titres indexés en particulier représentent 11 % de l'encours total de la dette négociable de l'État fin 2025[5]).
- Les organismes divers d'administration centrale (ODAC) ont interdiction de s'endetter à plus de douze mois, sauf exception déterminée par la loi (article 12 de la loi de programmation des finances publiques du 28 décembre 2010). La dette de SNCF Réseau, qui a été intégrée à la dette publique à la suite du reclassement de l'entreprise au sein des administrations publiques, représente la majeure partie de la dette des ODAC.
- Concernant les APUL, la dette s'élève à 9,2 points de PIB en fin 2025. La contribution des administrations locales à la dette est limitée par l'existence de la « règle d'or » pour les collectivités locales (interdiction de s'endetter pour financer les dépenses de fonctionnement).
- Pour les ASSO enfin, la dette en fin 2025 s'élevait à 9,8 points de PIB à la même date. Elle est principalement portée par la

[4] Insee, « À la fin du deuxième trimestre 2026, le ratio de dette publique s'établit à 119,0 % du PIB » *Information Rapide n° 239,* 29 septembre 2026.
[5] Agence France Trésor, Bulletin mensuel n°436, septembre 2026.

Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), l'UNEDIC et l'Urssaf Caisse nationale (ex-Acoss).

En 2026 et en 2027, les administrations publiques centrales (APUC) verraient leur contribution au ratio d'endettement augmenter. Cette hausse interviendrait malgré les efforts réalisés sur les dépenses des administrations centrales : cela s'explique notamment par le fait que l'État porte la quasi-intégralité des principaux postes de hausse contrainte ou nécessaire de la dépense : effet de la hausse des taux sur la charge de la dette, dépenses induites par le nécessaire effort de réarmement (loi de programmation militaire) et augmentation de la contribution française au budget de l'Union européenne. De son côté, la contribution des APUL au ratio d'endettement resterait stable entre 2026 et 2027, tandis que les administrations de Sécurité sociale (ASSO) observeraient un maintien en 2026 puis un léger reflux en 2027 de leur contribution en raison de l'amélioration de leur solde grâce aux mesures du projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2027.

Tableau 3 : Prévision d'évolution du ratio d'endettement par sous-secteur des administrations publiques				
En points de PIB *En Md€*	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**
Ratio d'endettement au sens de Maastricht	**112,6** ***3 306,1***	**115,7** ***3 460,5***	**119,3** ***3 639,7***	**121,7** ***3 813,9***
dont contribution des administrations publiques centrales (APUC)	93,9 *2 756,1*	96,7 *2 891,7*	100,0 *3 049,5*	102,6 *3 217,0*
dont contribution des administrations publiques locales (APUL)	8,9 *262,6*	9,2 *275,7*	9,5 *288,5*	9,5 *296,9*
dont contribution des administrations de sécurité sociale (ASSO)	9,8 *287,4*	9,8 *293,1*	9,9 *301,7*	9,6 *300,0*

C. Scénario macroéconomique sous-jacent

En 2026, l'activité progresserait de +0,5 %, affectée par le conflit au Proche et Moyen-Orient et par la sécheresse estivale exceptionnelle, qui a fortement pénalisé la production agricole et dont l'impact sur la croissance du PIB est estimé à –0,1 point.

La croissance a également été affectée par le climat persistant d'incertitude, alimentant les comportements attentistes de la part des agents économiques. La croissance a ainsi particulièrement déçu au 1er trimestre (–0,2 %) et l'activité a été stable au 2e trimestre (+0,0 %), portant l'acquis de croissance pour l'année à +0,3 %. En particulier, l'investissement des ménages et des entreprises a pâti de l'incertitude nationale comme internationale au 1er semestre. La suspension de MaPrimeRénov', liée à l'absence de loi de finances et maintenue jusqu'à l'adoption du budget, a également contribué au fort recul de l'investissement des ménages en début d'année. L'investissement public a pour sa part subi un recul prévisible en période d'élections municipales. Par ailleurs, la consommation des ménages a été pénalisée par la baisse des dépenses d'énergie, particulièrement marquée au 1er trimestre, en raison de températures plus douces que les normales de saison, et qui s'est poursuivie plus modérément au 2e trimestre.

Pris globalement, les derniers indicateurs conjoncturels confortent la perspective d'un rebond de la croissance au 3e trimestre. Les enquêtes auprès des entreprises se sont nettement redressées depuis le printemps. L'indice synthétique du climat des affaires de l'Insee s'établit à 96 en septembre, tandis que le PMI composite de S&P Global a atteint 51,2 en septembre, selon l'estimation flash, nettement au-dessus de son seuil empirique d'expansion pour la France, que nous estimons autour de 45. En particulier, la consommation des ménages serait de nouveau dynamique, soutenue par les dépenses en biens, dont l'acquis de croissance est déjà élevé à fin juillet. Celles-ci bénéficient du net rebond de la consommation d'énergie, amplifié par les besoins accrus en électricité pour la climatisation durant les vagues de chaleur, ainsi que de la bonne orientation des achats de biens fabriqués, en particulier de véhicules.

Sur l'ensemble de l'année 2026, la consommation des ménages serait pénalisée par l'impact

de la hausse des prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat. Une partie du choc serait néanmoins absorbée par la baisse du taux d'épargne, comme observé au 2e trimestre. L'investissement privé repartirait modérément au 2nd semestre, tant pour les ménages que pour les entreprises. Pour les ménages, la reprise progressive soutenue par la réouverture de MaPrimeRénov' depuis fin février, ne suffirait toutefois pas à éviter une baisse en moyenne sur l'année (–0,7 %). Du côté des entreprises, l'investissement serait quasi stable (+0,1 %) et proche de son acquis, tiré par le rebond de l'activité et la stabilisation des incertitudes.

La masse salariale des branches marchandes non agricoles augmenterait de +1,6 % en 2026. L'emploi salarié marchand non agricole serait en repli en moyenne annuelle (–0,3 %), en lien avec la faible dynamique récente de l'emploi, le ralentissement de l'activité et la diminution des entrées en emplois aidés. Les salaires progresseraient de +2,0 % en 2026, comme en 2025, malgré l'augmentation de l'inflation et la revalorisation du Smic au 1er juin 2026 de +2,41 %, portant le total sur l'année à 3,6 %. Les salaires s'ajusteraient avec retard aux hausses de prix liées au choc énergétique, les négociations salariales ayant majoritairement été conclues avant le déclenchement des hostilités, mais seraient par ailleurs soutenus par la diffusion des gains de productivité.

L'inflation (au sens de l'IPC) augmenterait en 2026 pour s'établir à +2,1 % en moyenne annuelle. En glissement annuel, elle s'est établie à +2,4 % en août. Cette forte hausse en 2026 s'explique essentiellement par la forte hausse des prix de l'énergie, entrainée par celle des prix des produits pétroliers en lien avec la forte hausse des cours du Brent et du « crack spread »[6] sur le gazole, consécutive au conflit au Proche et Moyen-Orient et à la poursuite de la guerre d'agression russe en Ukraine. Dans une moindre mesure, les prix des produits alimentaires accélèreraient également, tirés par les prix des produits frais, qui ont augmenté suite à la sécheresse estivale. Inversement, l'inflation des services poursuivrait sa baisse. Le repli des prix des produits manufacturés s'accentuerait légèrement, répercutant avec retard l'appréciation de l'euro par rapport au dollar en 2025. Ainsi, l'inflation sous-jacente, qui exclut de son calcul les prix de l'énergie et des produits frais, resterait stable à +1,2 % en 2026. Le scénario s'appuie sur une hypothèse de prix moyen du baril à 88,3 $ par baril ($/b) en 2026, puis 80,3 $/b en 2027, et de taux de change à 1 € = 1,16 $.

L'économie mondiale ralentirait à +3,0 % en 2026, après +3,4 % en 2025, pénalisée par le conflit au Proche et Moyen-Orient. Le commerce mondial en biens resterait néanmoins dynamique, progressant de +4,7 % en 2026, après +4,7 % en 2025, porté notamment par les échanges liés à l'essor de l'intelligence artificielle. La demande mondiale adressée à la France progresserait plus modérément, à +3,5 % en 2026, après +4,6 % en 2025, la France étant moins exposée aux États-Unis et aux économies asiatiques, qui bénéficieraient davantage de cette dynamique, mais resterait supérieure à sa moyenne prépandémique (+3,3 % entre 2015 et 2019). Le commerce extérieur

[6] Le « crack spread » est défini comme l'écart entre le cours du pétrole brut et la cotation de gazole.

soutiendrait l'activité, à la faveur des gains de compétitivité passés de la France et de la bonne tenue des livraisons aéronautiques. La contribution à la croissance du commerce extérieur net des variations de stocks serait ainsi de +0,1 pt.

La croissance s'élèverait à +1,0 % en 2027, portée par la dissipation progressive des effets du choc énergétique, sous l'hypothèse d'une désescalade du conflit au Proche et Moyen-Orient à l'automne et d'une réouverture progressive du détroit d'Ormuz. La normalisation de la production agricole constituerait également un facteur de rebond de l'activité. L'économie mondiale rebondirait à +3,2 % en 2027. Toutefois, le commerce mondial en biens ralentirait à +3,1 %, sous l'effet d'un ralentissement attendu des échanges de biens liés à l'essor de l'intelligence artificielle. La demande mondiale en biens adressée à la France ralentirait également, à +2,5 %.

La croissance française en 2027 serait principa-lement portée par la demande intérieure, dans un scénario de maintien de l'incertitude à ses niveaux actuels, tant sur le plan international que national. La consommation des ménages accélérerait un peu (+0,8 %), grâce au rebond du revenu disponible des ménages et au reflux de l'inflation. Le taux d'épargne poursuivrait son reflux, mais resterait, à 17,3 %, nettement supérieur à sa moyenne historique (14,6 % en moyenne sur 2010-2019). Malgré la hausse des taux d'intérêt, l'investissement privé rebondirait tant pour les ménages (+2,5 %) que pour les entreprises (+1,6 %), porté par la hausse passée des mises en chantier dans le résidentiel et le non-résidentiel. L'investissement des entreprises bénéficierait également du rebond de l'activité et des besoins liés aux transitions numérique et écologique. L'impératif de ré-duction du déficit public, renforcé dans le con-texte actuel de hausse des taux d'intérêt, limiterait la contribution de la demande publique à la croissance, à +0,1 pt. Le commerce extérieur continuerait de soutenir la croissance grâce au dynamisme des exportations.

L'emploi salarié marchand non agricole serait toujours en recul en moyenne annuelle (–0,3 %), pénalisé par les effets persistants de la dégradation de l'activité en 2026 et les effets négatifs sur l'emploi de la suspension de la réforme des retraites. Soutenus par la poursuite de la diffusion des gains de productivité passés et par la diffusion progressive de la hausse de l'inflation, les salaires accélèreraient (+2,7 %), tout comme la masse salariale (+2,4 %).

L'inflation refluerait légèrement à +1,8 % en moyenne annuelle 2027. Les prix de l'énergie connaîtraient un contre-coup du fait de la trajectoire retenue pour les prix du pétrole et du gaz. Celui-ci serait toutefois partiellement compensé par la diffusion du choc énergétique aux autres composantes de l'inflation en 2027. Les prix des produits manufacturés et agricoles augmenteraient dans le sillage des prix de production, tandis que ceux des services répercuteraient la reprise de la dynamique salariale. Par conséquent, l'inflation sous-jacente augmenterait pour s'établir à +2,1 % en moyenne annuelle 2027.

Ces prévisions de croissance sont proches de celles des principaux prévisionnistes. Pour 2026, la prévision de croissance est légèrement supérieure à celle de l'Insee, de la Banque de France et de l'OCDE (+0,4 %) mais en ligne avec celle du Consensus Forecasts de septembre (+0,5 %). Elle est inférieure aux

prévisions plus anciennes du FMI (+0,6 %) et de la Commission européenne (+0,8 %), qui n'intègrent pas les révisions des deux premiers trimestres. Pour 2027, la prévision est supérieure à celles de l'OCDE (+0,7 %) et du Consensus Forecasts de septembre (+0,8 %), proche de celles du FMI et de la Banque de France (+0,9 %), mais inférieure à celle de la Commission européenne (+1,1 %).

L'activité accélèrerait progressivement, à +1,1 % en 2028 et en 2029, puis +1,2 % en 2030, dans un scénario de dissipation progressive du choc pétrolier et des incertitudes.

Ces projections de moyen terme reposent sur une hypothèse de croissance potentielle de +1,2 % par an jusqu'en 2028, soutenue par les réformes structurelles mises en œuvre ces dernières années, et de +1,0 % à partir de 2029.

La consommation des ménages bénéficierait du reflux graduel du taux d'épargne, encore élevé en 2027 (17,3 %, contre 14,6 % en moyenne sur 2010-2019). L'investissement des entreprises serait pour sa part soutenu par le redressement de l'activité et les besoins structurels liés à la transition numérique et écologique, et l'investissement des ménages poursuivrait son rebond, après la forte contraction des années passées, mais sa croissance se normaliserait progressivement. Le commerce extérieur soutiendrait durablement la croissance, à mesure que les gains de compétitivité passés de la France se traduiraient dans ses performances à l'exportation. Le rétablissement des finances publiques limiterait mécaniquement la contribution de la demande publique à la croissance mais contribuerait, en contrepartie, à dissiper les incertitudes entourant la situation économique et budgétaire du pays. L'écart de production resterait néanmoins négatif à l'horizon 2030, à –0,5 pt.

L'inflation au sens de l'IPC retrouverait par convention à partir de 2028 un rythme de +1,75 % par an, un niveau compatible avec la cible de la BCE de 2 % de progression de l'IPCH pour la zone euro.

D. Évolution de la dette publique française sur longue période et comparaison internationale

Entre 2007 et 2017, le ratio de dette publique française a connu une croissance continue, passant de 65,5 % à 98,7 % du PIB (Graphique 1). Cette augmentation de plus de 33 points de PIB s'explique par la succession des déficits, qui résultent en partie des crises, notamment la crise financière de 2008 et la crise des dettes souveraines européennes de 2010 à 2013 (Graphique 1).

Entre 2017 et 2019, le ratio de dette a amorcé une décrue : la dette publique s'établissait à 98,5 % du PIB en 2018 et 98,1 % en 2019. Cela témoigne de la maîtrise de la dynamique d'endettement sur la période 2017-2019, avant le déclenchement de la crise sanitaire.

En 2020, la dette a fortement augmenté pour atteindre 114,8 % du PIB. C'est dû tout d'abord au creusement important du déficit (8,9 % du PIB après 2,4 % en 2019) en lien avec le choix fait par la France d'un soutien budgétaire rapide et massif pour protéger les ménages et les entreprises face à la crise sanitaire, avec des mesures de soutien d'urgence pour un montant total de 70 Md€.

La contraction du PIB a amplifié l'effet de ce plan de soutien sur la dette, à la fois par son effet sur le déficit et par l'effet mécanique sur le ratio.

En 2021, le ratio de dette s'est réduit à 112,8 % du PIB, principalement du fait de la croissance nominale dynamique (+8,2 %) qui a fortement réduit le déficit stabilisant et contribué à la baisse du déficit public, qui s'est établi à 6,6 % du PIB, un niveau néanmoins toujours élevé du fait des mesures de soutien d'urgence, rendues nécessaires par la situation sanitaire encore difficile, et des mesures du plan France Relance.

Le ratio de dette publique a ensuite reculé en 2022 et 2023 pour atteindre 109,5 %, notamment en raison du dynamisme de la croissance nominale (+6,8 % en 2023), avant de connaître une nouvelle augmentation en 2024 pour atteindre 112,6 %, en raison de la dégradation du déficit public et d'une croissance nominale moins dynamique du fait du reflux de l'inflation.

Comparaison internationale

Sur longue période, les ratios de dette publique en pourcentage du PIB des pays du G7 alternent tendances à la baisse et à la hausse, avec des ressauts brusques lors des crises ou évènements majeurs de portée mondiale (Graphique 2). Lors de ces évènements (guerres, crises financières, pandémie), l'augmentation du ratio de dette provient de l'effet combiné de la chute de l'activité qui pèse sur les recettes publiques et des dépenses déployées pour faire face à l'urgence, ainsi que de l'effet dénominateur lié au choc sur le PIB.

Au niveau mondial, les deux chocs pétroliers (1973, 1978) et la fin du système de Bretton Woods (fin de la parité du dollar en or en 1971, puis la fin des systèmes de change fixe) ont provoqué une hausse de l'inflation dans les économies du G7. Ce contexte inflationniste a conduit à la hausse des taux d'intérêt avec les politiques de désinflation ce qui, combiné à la modération de la croissance (situation de stagflation), a dégradé les écarts entre taux de croissance et taux d'intérêt (Graphique 2). Le retournement de ces écarts au cours des décennies 1970-80 a contribué à la remontée des ratios de dette publique sur cette période. En parallèle, les soldes primaires se sont dégradés et ont contribué eux aussi à la hausse de l'endettement public.

À la veille de la crise sanitaire, les pays du G7 avaient stabilisé leurs ratios de dette publique après les hausses engendrées par la crise financière de 2008, et la crise des dettes souveraines à partir de 2011 pour les pays européens. La crise sanitaire a ensuite conduit en 2020 et 2021 à des augmentations de dette publique très importantes, en partie compensées par la diminution de la dette publique entre 2021 et 2025 dans la plupart des économies avancées (Graphique 2, Tableau 4). Ces baisses ont toutefois été limitées notamment par la crise énergétique de 2022-2023, qui a conduit à une reprise de l'endettement.

Tableau 4 : Variation des ratios de dette publique (en points de PIB)

	Allemagne	Canada	France	Royaume-Uni	Italie	Japon	États-Unis
2017-2019	-5	-1	-1	-1	0	3	2
2019-2021	9	22	15	19	12	16	16
2021-2025	-5	1	3	-1	-9	-16	-1

Sources : base World Economic Outlook d'avril 2026, FMI. Calculs DG Trésor.

Encadré 3 : Effet boule de neige sur longue période

Sur longue période en France, l'effet boule de neige moyen, soit le différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance, désigné par r-g, a été proche de 0 (0,2 point de 1980 à 2025), tandis que la variation de la dette publique a été positive en moyenne sur la période. Sur longue période, c'est donc l'accumulation des déficits primaires (ainsi que dans une moindre mesure les flux de créances) qui explique la variation de dette publique[7].

*Toutefois, même si r-g a été assez proche de zéro en moyenne sur longue période, il peut fluctuer significativement à court terme, en particulier en période de crise (*cf. infra*).*

*Plusieurs périodes peuvent être distinguées, en prenant comme base le taux d'intérêt apparent de la dette (*i.e. *le taux moyen réellement payé sur le stock de dette, qui évolue au rythme du renouvellement du stock de dette et donc plus lentement que les taux observés au quotidien sur le marché secondaire) :*

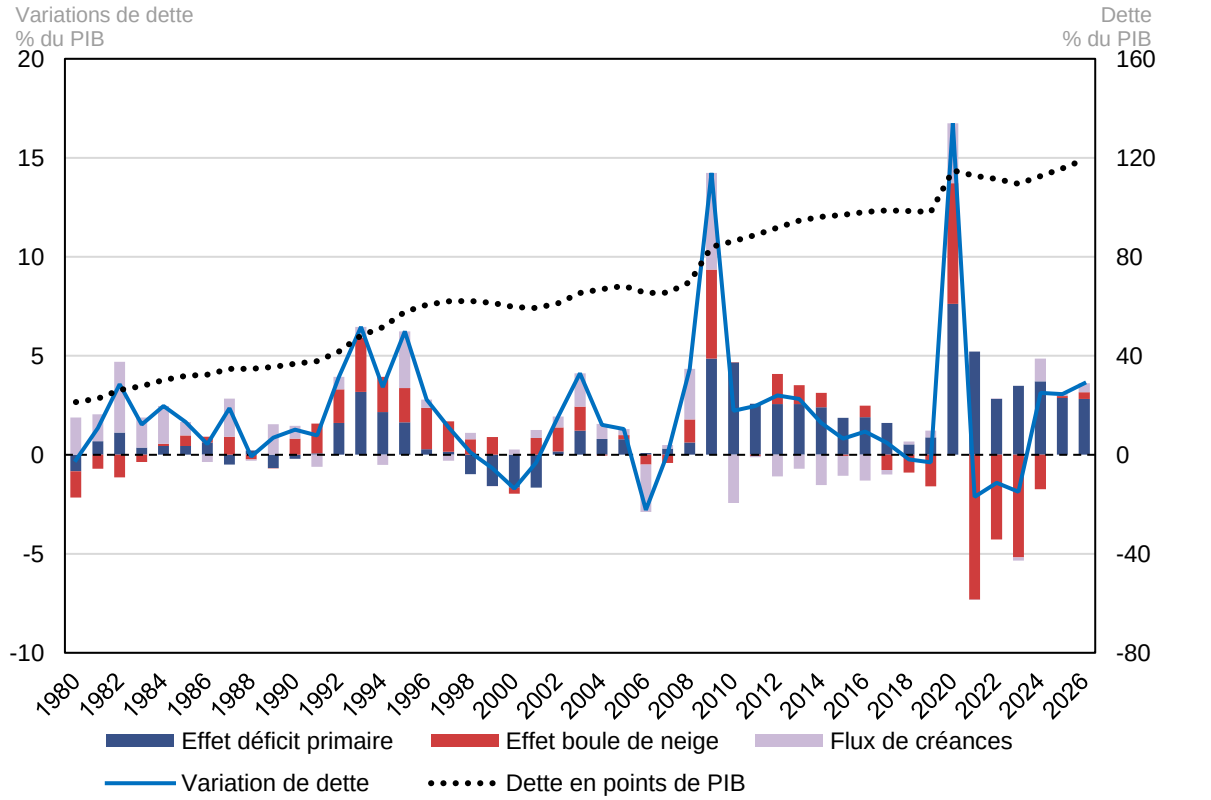
- *De 1980 à 1992, la différence r-g est restée négative en moyenne, notamment en raison d'une forte croissance (moyenne r-g 1980-1992 de -0,1) ;*
- *A partir des années 1990, le taux d'intérêt apparent sur la dette surpasse le taux de croissance de l'économie, dans un contexte de croissance relativement modérée : l'effet boule de neige contribue à la hausse de la dette publique sur la période. La crise financière de 2008 a amplifié ce phénomène à court terme en lien avec la chute importante d'activité. Ensuite, la politique monétaire mise en place dans le contexte de la crise financière et de la zone euro a contribué à réduire les taux d'intérêt, et la croissance nominale a de nouveau excédé le taux d'intérêt apparent à partir de 2016 ;*
- *La période 2017-2024 est caractérisée par une différence r-g négative, portée par des taux très bas : l'effet boule de neige moyen est alors de -2,0 points par an sur la période. La crise Covid a provoqué une hausse importante du ratio de dette sur PIB en raison de la baisse importante de l'activité et des mesures de soutien mises en œuvre. Au lendemain de la crise, le rebond de l'activité et la hausse de l'inflation ont provoqué un effet boule de neige négatif, contribuant à la baisse du ratio de dette publique ;*

[7] Voir également Auclert A., Philippon T., Ragot X. (2024), « Quelle trajectoire pour les finances publiques françaises », note du conseil d'analyse économique n°82.

- *Depuis 2024, le ratio de dette publique augmente à nouveau : le taux d'intérêt apparent sur la dette est en forte hausse sous l'effet de la répercussion progressive de la hausse des taux d'intérêt du début des années 2025 (il reste toutefois inférieur à la croissance jusqu'en 2025), tandis que le solde primaire reste inférieur au solde stabilisant la dette.*

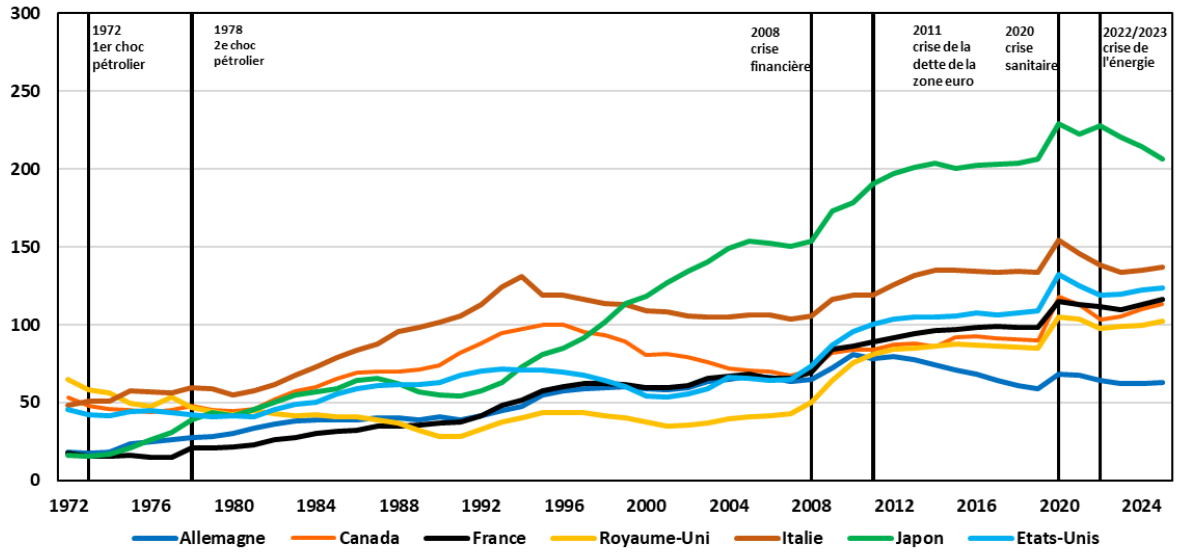
À noter que les crises économiques peuvent conduire à ce que les taux d'intérêt et la croissance évoluent en sens inverses et défavorables. C'est ce qu'on appelle « l'effet ciseau », qui traduit une situation où les taux augmentent tandis que la croissance ralentit.

Graphique 1 : décomposition de l'évolution annuelle du ratio de dette publique

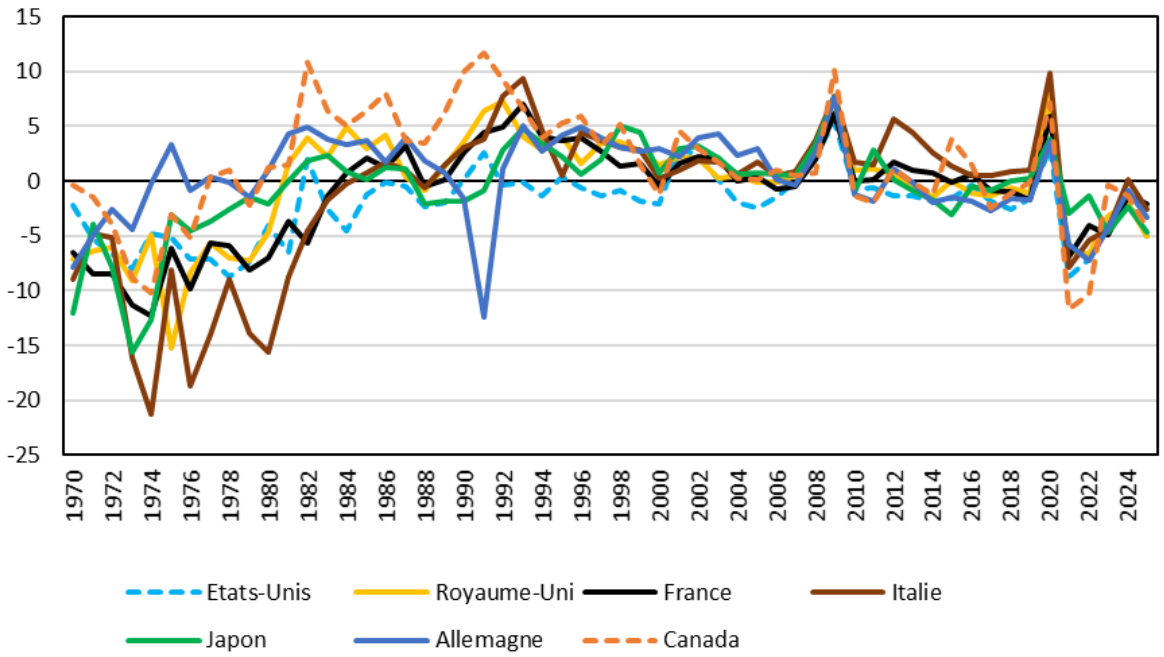


Sources : Insee, DG Trésor

Graphiques 2.a. (haut) et 2.b. (bas) : Dettes publiques brutes (en % du PIB), et écarts entre le taux d'intérêt et le taux de croissance (en points de pourcentage) entre 1972 et 2025



Sources : Public Finances In Modern History Database et base World Economic Outlook d'avril 2026, FMI. Calculs DG Trésor.



Sources : Public Finances In Modern History Database, base World Economic Outlook d'avril 2026, FMI et Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database. Calculs DG Trésor.

II. Conditions de financement de l'État

L'État porte environ 82 % de l'endettement public[8], à la fois du fait de sa place historique au sein des administrations publiques françaises (c'est notamment lui qui porte généralement la charge de la majorité des hausses de dépenses induites par des contraintes externes ou des crises), de règles d'endettement s'appliquant aux autres administrations publiques (notamment la « règle d'or » des collectivités qui limite leur recours à l'endettement au seul financement de dépenses d'investissement), mais également du fait de sa signature qui permet à l'ensemble des administrations publiques de se financer au coût le plus faible. Ses conditions de financement servent de référence à celles des autres émetteurs publics. La stratégie d'émission de la dette souveraine française vise à sécuriser le financement de l'État tout en en minimisant le coût.

A. Les coûts de financement de l'État

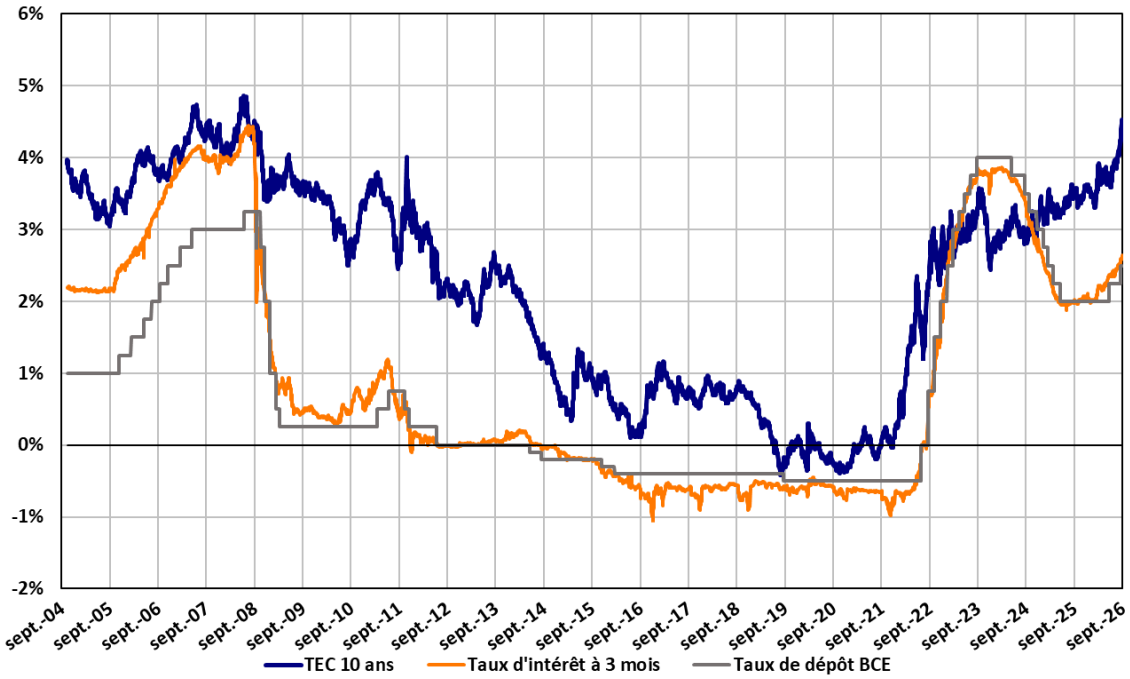
Les taux auxquels l'État emprunte sont d'abord déterminés par les taux directeurs de la banque centrale.

Les taux d'emprunt à court terme sont directement liés aux taux directeurs, qui guident les taux du marché monétaire. À partir de juin 2024, la Banque centrale européenne (BCE) a entrepris un cycle d'assouplissement monétaire qui s'est poursuivi jusqu'en juin 2025. Depuis le déclenchement du conflit dans le golfe persique en février 2026, l'inflation a augmenté, tout comme les anticipations d'inflation, principalement en raison de l'augmentation des prix du pétrole qui découle du blocage du détroit d'Ormuz. Pour lutter contre la hausse des prix, la BCE a relevé ses taux d'intérêt directeurs de 25 points de base à deux reprises en juin et septembre 2026, portant le taux de dépôt à 2,5 %.

Les taux d'emprunt à court terme de la France ont évolué dans le même mouvement : le taux des BTF à 3 mois atteint environ 2,5 % à l'été 2026 contre 2% en début d'année (Graphique 3).

[8] Au sens de la définition maastrichtienne de la dette publique, dernière donnée premier trimestre 2026.

Graphique 3 : Taux d'emprunt à 3 mois et à 10 ans et taux de rémunération des dépôts par la BCE



Sources : Agence France Trésor et Euronext[9] (au 22 septembre 2026)

Les taux d'emprunt à long terme sont également liés aux anticipations de taux directeurs futurs, les investisseurs pouvant arbitrer entre la détention d'un titre à long terme et celle d'une succession de titres de court terme. Depuis le déclenchement du conflit en Iran, les taux d'emprunt à long terme de la France ont suivi une tendance haussière et atteignent environ 4,5 % pour les titres de maturité 10 ans à mi-septembre 2026. La période a également été marquée par une forte volatilité, principalement liée aux incertitudes internationales. Le déclenchement de la guerre au Proche et Moyen-Orient fin février 2026, a fait croître les taux d'intérêt français à 10 ans de 3,30 % à 3,80 % sur le mois de mars, porté par les craintes d'inflation, alimentées par le choc énergétique et la désorganisation des chaînes d'approvisionnement au Moyen-Orient. Depuis, l'effet combiné de prix du pétrole élevé, de tensions géopolitiques persistantes autour de l'Iran et d'interrogations sur la situation politique en France contribuent à l'augmentation des taux d'emprunt.

Au-delà des éléments conjoncturels, ces niveaux de taux correspondent aussi à une

[9] L'indice quotidien TEC 10 ans, taux de l'échéance constante 10 ans, correspond au taux de rendement actuariel d'une valeur du Trésor fictive dont la durée de vie serait à chaque instant égale à 10 années. Ce taux est obtenu par interpolation linéaire entre les taux de rendement actuariels annuels des deux valeurs du Trésor qui encadrent au plus proche la maturité 10 ans.

normalisation après une période exceptionnelle de taux bas.

Les taux auxquels emprunte un État dépendent aussi de l'appréciation de son crédit par les investisseurs. Ainsi les principaux États de la zone euro ont des conditions de financement différentes. Un meilleur crédit permet, toutes choses égales par ailleurs, d'emprunter à taux plus bas et de réduire la charge de la dette.

Les agences de notation résument leurs analyses au travers de notes pour évaluer le crédit des émetteurs. Dans le cas de l'État, ces notes ne sont pas attribuées à la demande de l'émetteur mais à l'initiative des agences elles-mêmes.

À la date de rédaction du rapport, la France est notée à long terme A+ perspective stable par S&P ; Aa3 perspective négative par Moody's ; A+ perspective stable par Fitch ; AA perspective négative par DBRS ; A+ perspective stable par Scope ; AA- perspective négative par KBRA.

Les principales agences annoncent tous les ans les dates auxquelles elles sont susceptibles de publier une révision des notations. Parmi les créneaux qui demeurent en 2026 figurent notamment ceux de Moody's le 23 octobre et Standard & Poor's le 27 novembre.

En 2025, la notation assignée à la France a été abaissée de AA à AA– par l'agence KBRA et de AA- à A+ par l'agence S&P et Fitch, tandis que les perspectives associées aux notations de la France ont été abaissées de « stables » à « négatives » par Moody's & Scope.

Encadré 4 : Évolution des écarts de taux (spreads) européens en 2025

L'année 2026 s'est ouverte dans un contexte de normalisation de la politique monétaire de la BCE, après un cycle d'assouplissement de huit baisses consécutives des taux directeurs, engagé en 2024 et terminé en 2025, qui avait ramené le taux de dépôt à 2,00 %. L'inflation de la zone euro évoluait depuis plusieurs mois aux alentours de la cible de la banque centrale de 2 %, tandis que la croissance se montrait résiliente, avec des situations nationales contrastées (activité très soutenue en Espagne, plus modérée en France et en Italie, reprise en Allemagne suite à l'annonce d'un plan d'expansion budgétaire massif).

Dans ce contexte, la BCE a adopté en début d'année une posture prudente et flexible, considérant que le niveau des taux était désormais compatible avec un retour durable de l'inflation vers sa cible, tout en restant attentive à l'émergence d'éventuels risques. À ce moment, les anticipations de marchés tablaient à la quasi-unanimité sur un maintien des taux directeurs tout au long de l'année 2026. Au 1er janvier 2026, le taux allemand à 10 ans s'élevait à 2,88 %, le taux français à 3,58 % (+70 pb vs. Bund), le taux italien à 3,54 % (+66 pb) et le taux espagnol à 3,30 % (+42 pb).

Le début, fin février, de la guerre au Proche et Moyen-Orient et les tensions autour du détroit d'Ormuz ont provoqué une hausse progressive et continue des prix du pétrole, qui ont entraîné une hausse des anticipations d'inflation et donc une réaction de la BCE qui a rehaussé ses taux directeurs (au plus fort du conflit, les marchés anticipaient trois hausses de taux en 2026 ; deux ont déjà été réalisées). Les rendements de long terme évoluant en lien étroit avec les anticipations de taux, ces derniers se sont mécaniquement inscrits en hausse et les rendements se sont écartés entre pays, conformément à la hiérarchie des crédits. Ainsi, au plus fort de la crise fin mars, le taux allemand à 10 ans oscillait entre 3,0 % et 3,1 %, les taux espagnols traitaient environ +50 pb au-dessus, les taux français entre +70 pb et +75 pb, et les taux italiens près de +100 pb supérieurs au Bund.

Après la signature d'un accord de paix préliminaire en juin, les rendements souverains ont peu reflué. En effet, les marchés anticipent toujours une orientation restrictive de la BCE face à d'éventuelles pressions inflationnistes. La banque centrale a d'ailleurs augmenté de 25 pb ses taux directeurs en juin et une seconde fois de 25 bp en septembre, portant le taux de dépôt à 2,50 %.

Le renchérissement des conditions d'emprunt de la France s'est accentué en septembre, pour atteindre à mi-septembre +90 bp depuis le début d'année. il s'inscrit dans un environnement globalement moins porteur : (i) un contexte plus inflationniste suite à la guerre en Iran ; (ii) des besoins de financement importants des États (États-Unis, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Japon, France) mais également des grandes entreprises de l'IA ; (iii) des anticipations de hausse des taux des banques centrales (en partie déjà réalisées).

Avec ce retour à un environnement de taux hauts après une longue période de taux exceptionnellement bas, les pays ayant les rendements déjà les plus élevés s'écartent un peu plus – c'est le cas de la France et de l'Italie dont les spreads avec l'Allemagne dépassent les 90 bp à mi-septembre alors que ceux de l'Espagne et du Portugal sont compris entre 40 et 50 bp.

Les futures dynamiques de taux à court terme dépendront vraisemblablement (i) des développements au Moyen-Orient : les nouvelles positives entraînent une baisse des prix du pétrole, des rendements et une compression des spreads tandis que toute escalade pousse les taux à la hausse ; (ii) des futures communications des banques centrales.

Encadré 5 : Notations d'agence et rendements souverains

Les agences de notation résument par une note leur appréciation du risque de non remboursement de ses obligations par un emprunteur. Dans le cas de l'évaluation du risque de défaut d'un emprunteur souverain, leur méthodologie repose sur un modèle d'évaluation du risque de défaut qui intègre, en règle générale, plusieurs volets relatifs à l'économie, en particulier : trajectoire des finances publiques, perspectives de croissance, stabilité institutionnelle, politique monétaire, comptes extérieurs, etc. Cette évaluation est rendue publique dans une note argumentée.

Les notations d'agence s'inscrivent dans une échelle qualitative qui va généralement de AAA (solvabilité parfaite) à D (défaut), en passant par BBB et CCC qui indiquent des risques de non remboursement moyen et élevé. La note intermédiaire BBB- trace la frontière entre les titres évalués comme « investissables », c'est-à-dire présentant un risque de défaut relativement modéré, et « spéculatives » (notes BB+ et inférieures), c'est-à-dire présentant un risque de défaut relativement élevé. Cette échelle de notation est complétée par des perspectives d'évolution de la notation indiquant la trajectoire vraisemblable de la notation en cas de statu quo, *toutes choses égales par ailleurs, sur les variables identifiées et surveillées par les agences.*

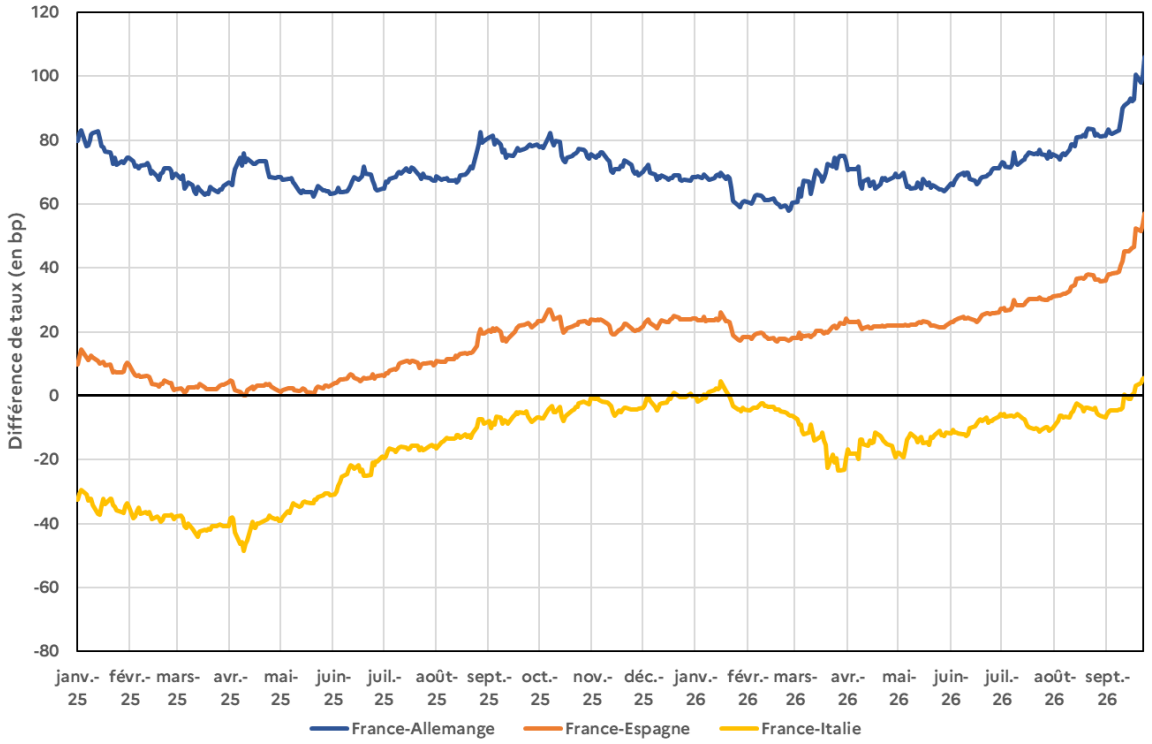
Les notations d'agences sont un des multiples éléments pris en compte par la plupart des investisseurs en vue de déterminer le risque d'un titre. Par ailleurs, les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les gérants d'OPCVM sont soumis à des règles de détention d'obligations et de titres appuyées sur les notations des agences définies par les régulateurs, une dégradation pouvant les conduire à devoir réglementairement se séparer des titres concernés. Par ailleurs, les accords de Bâle prennent en compte les notations de crédit des agences pour déterminer certaines exigences prudentielles applicables aux banques.

Le rendement à long terme d'un titre de dette souveraine est déterminé par l'équilibre entre l'offre et la demande pour ce titre sur les marchés obligataires et reflète la rémunération supplémentaire que les agents à capacité de financement exigent pour accepter de financer les souverains concernés jusqu'à la maturité du titre. Ce rendement peut se décomposer en trois blocs : le niveau des taux directeurs au moment de l'émission du titre, la trajectoire anticipée des taux courts futurs et une prime de terme. Alors que l'évolution des taux courts est déterminée par la trajectoire anticipée de la politique monétaire, la prime de terme dépend de deux facteurs : la préférence pour la liquidité des agents et la prime de risque de défaut.

Le premier facteur s'explique par le fait que les agents à capacité de financement préfèrent voir leurs fonds investis à court terme et exigent donc un surplus de rendement pour bloquer leur liquidité sur une plus longue période. Le second facteur s'explique par le fait que le risque de ne pas recouvrer la valeur initiale des fonds prêtés, en cas de défaut, augmente mécaniquement avec la durée du titre.

Si les agences actualisent leur notation périodiquement, généralement en suivant le calendrier communiqué l'année précédente, l'appréciation par les investisseurs du risque de crédit de l'émetteur évolue chaque jour et fait varier les taux d'intérêt (Graphique 4).

Graphique 4 : Différence de taux d'intérêt à 10 ans de la France avec l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie



Source : Agence France Trésor, au 22 septembre 2026

En dépit de la hausse des encours, la charge de la dette de l'État a diminué jusqu'en 2020 sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt pour atteindre 25,6 Md€.

La remontée de l'inflation puis des taux ont inversé cette tendance à partir de 2021. Tout d'abord, en 2022, le choc d'inflation a conduit à une augmentation de la provision d'indexation qui reflète la charge future d'amortissement des obligations indexées sur l'inflation, charge qui a ensuite fortement diminué en 2023 et 2024. Surtout, depuis 2021, la hausse des taux d'intérêt se répercute progressivement sur la charge de la dette au fur et à mesure que les titres anciennement émis avec des taux d'intérêt bas arrivent à échéance et sont remplacés par de nouveaux titres aux nouvelles conditions du marché. Dans l'actualisation réalisée pour le projet de loi de finances pour 2027, la charge de la dette de l'État est estimée à 64,9 Md€ pour 2026, en hausse de 13,1 Md€ par rapport à 2025. Ces effets devraient se poursuivre sur la période 2027-2029 (Tableau 5).

La charge de la dette en 2025 (51,8 Md€) a été légèrement inférieure à celle prévue en loi de finances initiale (52,3 Md€), principalement en raison de taux d'intérêt légèrement plus faibles qu'anticipés en loi de finances initiale.

Tableau 5 : Évolution de la charge de la dette de l'État sur longue période

En milliards d'euros	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Charge de la dette de l'État (comptabilité générale)	39,0	44,5	51,8	64,9	74,9	86,8	97,1

Source : AFT (comptabilité générale)

B. Les ressources de financement de l'État

Le tableau de financement de l'État est adopté chaque année en loi de finances (article 34 de la LOLF).

Il équilibre les besoins de financement, principalement composés du déficit à financer et de l'amortissement des titres de dette arrivant à échéance, et les ressources de financement, principalement composées des émissions de dette à moyen et long terme et de la variation nette de l'encours des titres d'État à court terme[10]. Les ressources de financement sont également composées des ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement, de la variation des dépôts des correspondants au Trésor, de la variation des disponibilités du Trésor et des autres ressources de trésorerie.

Trois de ces ressources dépendent des conditions de marché de la France. Les conditions de marché déterminent le coût des émissions de dette à moyen et long terme comme des émissions de court terme. Elles déterminent aussi le volume des « autres ressources de trésorerie », qui retracent principalement les primes et décotes à l'émission (*cf.* encadré 6).

L'État émet deux types de produits de dette. Des bons à taux fixe (BTF) qui sont des titres de court terme, de maturité inférieure à 1 an et des obligations assimilables du Trésor (OAT) qui payent un taux d'intérêt annuel (appelé « coupon ») et ont une maturité qui peut aller de 2 ans à 50 ans. Le capital de certaines OAT est indexé sur l'inflation française (OATi) ou européenne (OAT€i). Les principes et les méthodes de gestion de la dette sont détaillés dans le rapport d'activité de l'Agence France Trésor disponible sur son site internet[11].

[10] Seule la variation de l'encours par rapport à l'année précédente participe effectivement au financement de l'année. Par exemple, si l'encours de BTF est de 200 Md€ en année n, les BTF contribuent aux ressources en année n+1 si l'encours est supérieur à 200 Md€, mais ils sont une « ressource négative » (*de facto* un besoin de financement) si l'encours diminue en-dessous de 200 Md€.

[11] https://www.aft.gouv.fr/fr/rapports-activite

Encadré 6 : Primes et décotes à l'émission

Les OAT sont librement échangeables sur les marchés financiers et c'est leur prix d'échange qui permet de fixer le rendement à un moment donné du titre. L'État a aussi la possibilité de réabonder une souche d'OAT existante (se caractérisant par une maturité et un coupon) par de nouvelles émissions, présentant exactement les mêmes caractéristiques. Cette méthode permet d'augmenter la liquidité du titre[12] et donc son attractivité pour les investisseurs et au final réduire le coût de la dette pour le contribuable.

De ce fait, il peut exister une différence entre le taux de coupon d'une OAT, qui est fixé à la création d'une souche, et son taux de rendement lors des réémissions, qui fluctue en fonction de l'équilibre entre l'offre et la demande et de facteurs liés aux conditions macroéconomiques. En particulier, lorsqu'un titre se négocie à un taux d'intérêt inférieur à son taux de coupon, le prix d'une obligation de 1€ est supérieur à 1€ (« supérieur au pair »). Inversement, si le taux de marché est supérieur au taux de coupon, le titre se négocie à un prix inférieur au pair. Lors d'une émission, la prime ou la décote permet de réconcilier financièrement la différence entre le taux de marché, qui fluctue en permanence, et le coupon qui est fixe.

Ainsi, lors d'une période de baisse tendancielle des taux, l'État enregistre des primes à l'émission. Il en est de même en période de taux de marché négatifs qui produisent mécaniquement des primes car les coupons ne peuvent pas, pour des raisons techniques et juridiques, être inférieurs à 0 %. Inversement, une période de hausse des taux, comme depuis 2022, entraine des décotes.

D'un point de vue budgétaire, les primes et décotes augmentent ou réduisent, respectivement, les ressources de financement. Financièrement, le mécanisme est neutre car une prime encaissée par l'État se traduit par des décaissements budgétaires (coupon) plus importants sur la vie du titre et inversement. C'est pour cette raison que la comptabilité nationale retraite cet effet afin de retracer le taux économiquement acquitté au moment de chaque émission.

Le stock de primes nettes des décotes est disponible dans le compte général de l'État[13] transmis au Parlement avec le projet de loi de règlement. Le passage du stock de l'année N-1 au stock de l'année N est également présenté dans le rapport d'activité de l'AFT[14].

La référence de la règlementation européenne sur la mesure de la dette fixée par Eurostat[15] rend les primes et décotes comparables entre pays européens.

---

[12] Les obligations sont dites « assimilables » dans la mesure où elles peuvent être réémises avec des caractéristiques comparables à des dates différentes. C'est ce caractère assimilable qui assure la liquidité, caractéristique très recherchée par les investisseurs, des titres. Si les titres étaient émis avec des caractéristiques propres à chaque adjudication, l'encours par titre serait plus faible, ce qui augmenterait la fragmentation de la dette et donc son coût. En réémettant plusieurs fois sur la même souche, son encours peut augmenter pour garantir sa liquidité.

[13] Compte général de l'État 2025, page 62, paragraphe 11.3.

[14] Rapport d'activité 2025 de l'AFT, page 55.

[15] *Manual on Government Deficit and Debt,* Eurostat, notamment *cf.* encadré 2, avant-dernier paragraphe, p. 348 du manuel de comptabilité et p. 5, point 2.

Encadré 7 : Focus sur les Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF)

Pour financer l'État dans les meilleures conditions de sécurité et dans l'intérêt des contribuables, l'Agence France Trésor (AFT) utilise plusieurs instruments de dette.

- *Les titres de court terme, c'est-à-dire d'une maturité initiale inférieure ou égale à un an, sont les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF). Émis chaque semaine par adjudication, selon un calendrier trimestriel publié à l'avance, ils couvrent généralement trois échéances : trois mois, six mois et un an.*
- *À moyen et long terme, l'AFT émet des obligations assimilables du Trésor (OAT), d'une maturité allant de 3 à 50 ans.*

Ces deux instruments n'ont généralement pas le même usage. Les OAT visent à refinancer les emprunts arrivant à échéance et à financer le déficit budgétaire prévu dans les lois de finances initiales (LFI). La flexibilité des BTF en fait plus naturellement un outil de gestion de trésorerie. En effet, au-delà du déficit annuel, le décalage entre les dates d'encaissement des recettes et celles du décaissement des dépenses heurte le profil de trésorerie de l'État. Pour honorer les engagements financiers de l'État en toutes circonstances, le recours à l'endettement de court terme est nécessaire. Par ailleurs, en cas de dégradation de la position de trésorerie importante et imprévue en cours d'année, les émissions de BTF sont généralement utilisées.

Un recours accru à l'endettement engendre un coût supplémentaire pour l'État, celui des intérêts payés sur cette dette, que l'endettement soit de court terme ou de long terme.

En 2023 et 2024, le recours à l'endettement de court terme a ainsi permis de compenser en cours d'année les informations nouvelles, notamment la dégradation du déficit à financer, la constatation de décotes nettes à l'émission et la baisse des dépôts des correspondants du Trésor. Cet outil a donc été mobilisé pour ce pour quoi il est conçu : réagir à des flux de trésorerie imprévus.

En 2025, l'encours de BTF a reculé de -5,2 Md€ en lien avec la bonne tenue de l'exécution budgétaire.

Maturité moyenne de la dette

Afin de bénéficier, dans la durée, des meilleures conditions de financement dans l'intérêt du contribuable, les émissions de l'État sont réparties entre les différentes maturités (usuellement 3 ans, 5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans, 30 ans et 50 ans, mais aussi parfois des maturités intermédiaires) en fonction de la profondeur du marché. Cette profondeur est variable en fonction du volume d'épargne cherchant à s'investir sur ces différents horizons de temps. La maturité moyenne de la dette de l'État varie donc en conséquence.

La maturité moyenne de la dette de l'État s'élève actuellement à 8,5 ans (intégrant les BTF et les OAT). Après une hausse continue de 2003 à 2023, soutenue par des maturités moyennes à l'émission nettement plus élevées, elle se stabilise depuis trois ans. La

maturité moyenne à l'émission des OAT était de 8,3 ans en 2003, a progressé jusqu'à 11,5 ans en 2020 et même 12,4 ans en 2021 (année de lancement d'une nouvelle OAT de maturité 50 ans) ; depuis lors, elle a légèrement baissé et s'établit pour 2026 à 10,1 ans à fin août.

La maturité moyenne des émissions reflète la politique d'émission de l'AFT qui accompagne l'évolution de la demande des investisseurs. C'est par ce biais, en offrant les produits faisant l'objet d'une demande de marché, que l'AFT réduit le risque de financement de l'État et assure des émissions au meilleur coût.

La maturité moyenne élevée de la dette a pour effet d'atténuer le risque de refinancement et de retarder les conséquences d'un choc de taux sur la charge de la dette (*cf.* partie III – Soutenabilité de la dette).

OAT indexée (« OATi » et « OAT€i »)

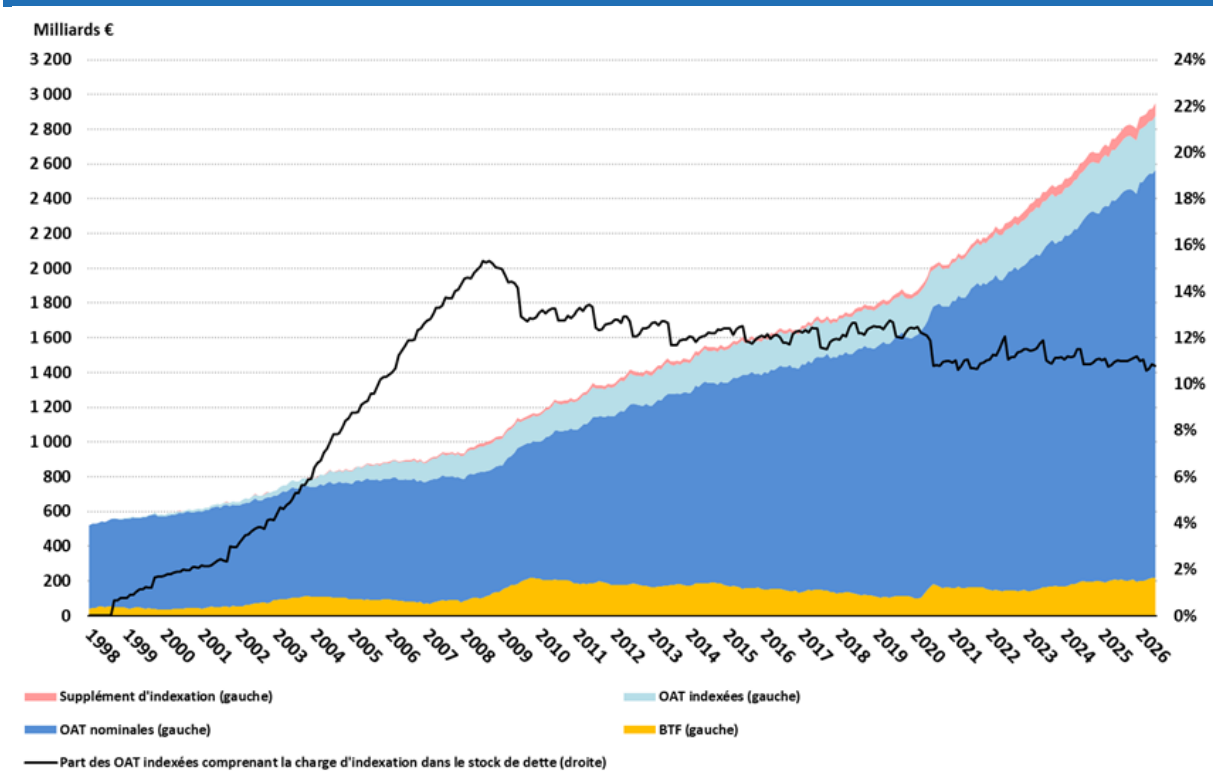
Depuis l'autorisation par l'article 19 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, la France émet des obligations indexées sur l'inflation. Une obligation indexée sur l'inflation est un titre de dette dont les flux financiers versés aux investisseurs dépendent de l'inflation constatée[16]. Le principal de l'obligation, qui doit être remboursé à échéance, augmente chaque année avec l'inflation constatée, en contrepartie de quoi le taux d'intérêt payé diminue.

L'intérêt financier de l'émission d'obligations indexées par rapport à des obligations à taux fixe doit s'apprécier sur l'ensemble d'un cycle économique et dépend de l'écart entre les anticipations d'inflation des investisseurs à l'émission et l'inflation effectivement constatée sur la totalité de la durée des titres. Depuis 2009, l'AFT a pour stratégie d'émettre environ 10 % de son programme annuel de financement d'OAT en obligations indexées. La proportion effectivement émise varie autour de cette cible en fonction de la demande des investisseurs. Fin juillet 2026, l'encours des obligations indexées (hors indexation) s'élève à 56,6 Md€ d'OATi (indexées sur l'inflation française) et 182,3 Md€ d'OAT€i (indexées sur l'inflation de la zone euro), soit environ 24 % d'OATi et 76 % d'OAT€i.

En intégrant la provision d'indexation, s'ajoutant au capital, la part d'obligations indexées dans l'encours de dette de l'État évolue entre 11 % et 13 % depuis dix ans (Graphique 5).

[16] À noter que les flux versés sur une OAT à taux fixe dépendent aussi de l'inflation. Mais de l'inflation *anticipée* à la date de l'émission, figée dans le taux de rendement à l'émission, et non de l'inflation *constatée*.

Graphique 5 : OAT indexées depuis 1998



Source : Agence France Trésor. Note de lecture : pour 2026, les données sont arrêtées à fin juin.

Les conditions et limites du programme d'émission de titres indexés sont définies en fonction du contexte économique et financier. En France, les OATi et OAT€i permettent de diversifier la base d'investisseurs en mobilisant l'épargne recherchant une protection contre l'inflation (par exemple : épargne réglementée comme le livret A, fonds d'épargne-retraite indexés sur l'inflation). Ces investisseurs doivent couvrir le risque que l'inflation réelle diffère de l'inflation anticipée (telle qu'intégrée dans les taux d'intérêt nominaux) et sont donc prêts à payer une prime pour acquérir ce type de titres. Cet élément de diversification est d'autant plus important que les volumes globaux d'émission de dette française ont considérablement augmenté depuis quinze ans, nécessitant de disposer d'une base d'investisseurs aussi large que possible. De nombreux pays du G7 disposent de titres indexés sur l'inflation, et les États-Unis, la France, l'Italie, l'Espagne, le Japon, le Royaume-Uni en émettent actuellement. La part des titres indexés dans le stock de dette varie en fonction des caractéristiques nationales. Le Royaume-Uni présente la part la plus importante du fait des besoins d'investissement des fonds de pension britanniques ; suivent l'Italie, la France et les États-Unis. Répondant à un besoin de couverture financière, la demande de titres indexés se révèle stable.

Les taux d'intérêt à l'émission des titres indexés étant structurellement plus bas (d'un niveau correspondant aux anticipations

d'inflation lors de l'émission) que ceux de la dette à taux fixe, une disposition législative[17] adoptée lors du lancement du programme a prévu une provision à passer chaque année pour enregistrer l'inflation accumulée cette année (entre deux dates de détachement de coupon) sur l'ensemble du portefeuille. Cet enregistrement déroge ainsi au principe de comptabilité de caisse de la comptabilité budgétaire. Toutefois, en trésorerie, l'essentiel de l'inflation accumulée est payé au moment du remboursement du titre. Avec cette provision, la charge de la dette indexée se comporte de manière contracyclique : elle augmente quand l'inflation et les rentrées fiscales augmentent. Au contraire, elle diminue en période de ralentissement économique ou de récession, comme par exemple en 2020. Outre l'avantage procuré en termes de diversification de la base d'investisseurs par le programme d'obligations indexées, la charge de la dette associée se comporte de façon différente dans le temps : une comparaison est présentée en partie III.

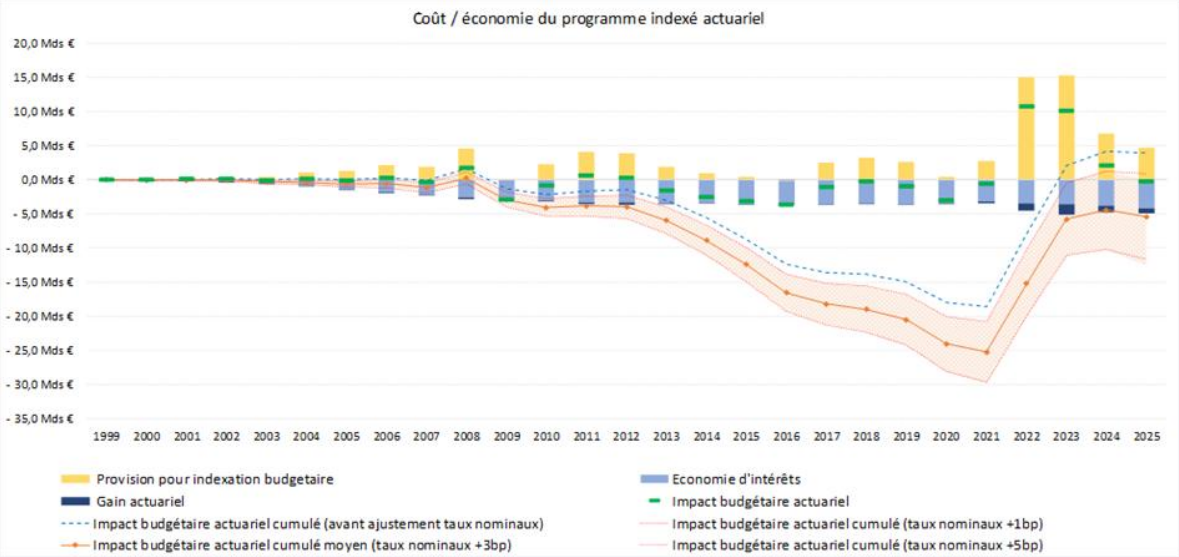
[17] Article 125 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999 de finances pour 2000.

Encadré 8 : Effet budgétaire du programme d'émissions indexées depuis sa création

La méthodologie pour estimer les coûts et gains du programme d'obligations indexées reste la même que celle du précédent rapport sur la dette.

Elle tient compte tout d'abord chaque année de la différence des intérêts entre une obligation indexée sur l'inflation et une obligation non indexée (les obligations indexées étant émises à des taux réels, hors indexation, inférieurs aux taux nominaux des OAT non indexées) contrebalancée par la provision pour indexation (l'impact de l'inflation sur la valeur de remboursement des obligations indexées est provisionné chaque année bien qu'il n'y ait pas de décaissement, ce dernier étant prévu à la maturité de l'obligation).

La méthodologie tient également compte du fait que les provisions d'indexation ne sont pas décaissées immédiatement mais lors du remboursement du titre. En effet, la provision d'indexation budgétaire, bien qu'enregistrée comptablement l'année N, ne donne lieu à aucun décaissement effectif cette année-là ; le supplément d'indexation n'est décaissé qu'à l'échéance du titre. Or, dans ce contexte, la provision annuelle ne nécessite pas de financement immédiat contrairement aux intérêts payés : cela se traduit par un moindre endettement. Ces économies liées à un gain de trésorerie permis par les obligations indexées par rapport à des émissions nominales apparaissent en bleu foncé sur le graphique et se cumulent sur longue période. La somme des trois effets (jaune : provision pour indexation ; bleu ciel : moindres intérêts nominaux ; bleu foncé : économies liées au moindre endettement) est présentée par le trait vert et le cumul de l'impact budgétaire brut depuis la mise en place de ce programme est symbolisé par la ligne bleue en pointillé.



Par ailleurs, sans ce programme, l'absence des émissions d'obligations indexées aurait dû être compensée par une hausse des émissions d'obligations nominales. Or, un report du volume d'émissions actuellement réalisées sur des titres indexés vers les titres nominaux, pour lesquels les volumes émis sont déjà conséquents, se traduirait par une dégradation des conditions de financement nominales. Cet effet n'est par définition pas observable : il doit donc être estimé et l'effet net est ajouté dans le graphique (courbe orange avec intervalle de confiance). En effet, peu d'études ont abordé ce sujet directement mais il est probable que cet effet soit significatif. Un effet de l'ordre de 1 à 5 points de base paraît prudent, en croisant les résultats de deux méthodes d'évaluation :

- *La première méthode mobilise la littérature étudiant l'impact de la réduction du bilan de la BCE sur les taux d'intérêt. En effet, le programme d'achat d'obligations de la BCE revient économiquement à réduire le programme d'émission des États européens sans modifier le crédit des pays ; l'arrêt du programme d'achat et la réduction du bilan de la BCE qui en découle revient donc économiquement, mutatis mutandis, à une augmentation du programme d'émission. Alternativement, on peut considérer que cette méthode met en évidence l'effet sur les taux de la présence d'un investisseur en partie contraint par ses règles internes ou prudentielles (banques centrales dans le cas du programme quantitatif ; banques et fonds de pension à la recherche de couverture de leur passif indexé pour les obligations indexées). Les estimations sur le programme de la BCE montrent qu'une augmentation de l'offre de titres européens de mille milliards d'euros entraînerait une hausse des taux d'intérêt à 10 ans de 30 à 45 points de base. Une telle hausse ne concernerait toutefois pas que des titres français (qui représentaient à fin août 19 % des obligations souveraines européennes au bilan de la BCE). L'estimation basée sur les programmes BCE doit ainsi être vue comme un premier ordre de grandeur de l'impact potentiel qu'une offre supplémentaire pourrait avoir sur le programme d'émission d'obligations nominales à taux fixe. Cette méthode d'estimation repose sur des études solides sur un sujet qui a fait l'objet d'une importante littérature, et permet de faire abstraction des effets tels que la notation. Toutefois, elle n'est pas spécifique au cas français et n'est pas conçue à l'origine pour estimer l'impact d'un programme d'obligations indexées. Par ailleurs, elle compare des dynamiques différentes : l'assouplissement quantitatif de la BCE a été massif et ponctuel alors que l'émission de titres indexés a été plus continue.*
- *La deuxième méthode repose sur l'observation que les taux d'intérêt croissent avec le volume d'émission de dette. Il est possible d'estimer ce lien en rapportant, sur la base de données historiques, le niveau de spread des taux d'intérêt payés par la France par rapport à l'Allemagne au ratio de dette de moyen long terme (OAT) émis par la France / PIB. En se fondant sur cette corrélation, on peut estimer qu'une hausse de 10 points de pourcentage de ce ratio implique une hausse proche de 9,5 points de base du spread. Or, le programme de titres indexés représentant 8,5% du PIB, un report du volume émis vers le programme d'obligations nominales aurait donc un impact estimé proche de 8 points de base. L'utilisation de données historiques fiables, comme les taux à 10 ans allemands et français, le stock d'OAT et le PIB, confère de la rigueur à cette évaluation. Cependant, le lien entre le ratio dette en OAT / PIB et le spread n'est pas fixe dans le temps puisque le cycle économique, les interventions de la banque centrale, les caractéristiques techniques de la dette (comme la liquidité), l'incertitude géopolitique ou économique peuvent aussi impacter le spread. Par ailleurs, cet effet n'est pas linéaire en fonction du niveau de dette. Du fait de ces incertitudes, la présente étude retient donc, par prudence, une fourchette haute d'estimation d'impact inférieure à ces 8 points de base, à savoir 5 points de base, avec un point moyen à 3 points de base, et un point bas à 1 point de base.*

Au total, en tenant compte de l'ensemble des effets qu'aurait eu un report du volume de dette émis sous forme d'obligations indexées depuis 1999 sur la dette nominale, et en retenant des hypothèses conservatrices comme explicitées ci-dessus, il apparaît que le programme de titres indexés a permis de réaliser des économies importantes pour le contribuable. En effet, en dépit de l'épisode exceptionnel d'augmentation très rapide de l'inflation en 2022 et 2023, l'économie cumulée du programme des titres indexés depuis 1999 s'élève, dans le scénario moyen, à environ 5 Md€ fin 2025.

Dette verte : émissions d'OAT vertes et allocation des fonds

L'émission d'obligations vertes par l'État accompagne le développement de la finance durable et la France a été pionnière dans ce domaine.

La France a émis à ce jour cinq OAT vertes, dont une indexée sur l'inflation européenne, émise en mai 2022. Depuis 2017, elle a élargi progressivement son offre de titres verts, ce qui lui a permis de répondre à une demande de marché très dynamique. Ainsi l'encours total de titres verts atteint, à fin août 2026, 105 Md€ : la France reste à ce jour un acteur de référence sur le marché des émissions de titres souverains verts.

Tout en respectant le principe d'universalité budgétaire, ces titres permettent de lever des fonds alloués à des dépenses favorables à l'environnement. Ces dépenses vertes éligibles (DVE) sont définies chaque année, au moment du vote du budget, par un groupe de travail interministériel, en fonction de six grands objectifs environnementaux : (i) atténuation du changement climatique, (ii) adaptation au changement climatique, (iii) utilisation durable et protection des ressources aquatiques et marines, (iv) transition vers une économie circulaire, (v) prévention et réduction de la pollution, et (vi) protection et restauration de la biodiversité et des écosystèmes. La sélection des DVE est réalisée en cohérence avec le budget vert qui, depuis 2020, renseigne les citoyens sur l'impact environnemental des dépenses de l'État. Ainsi les DVE sont un sous-ensemble des dépenses cotées favorablement au sens du budget vert. Le dispositif des OAT vertes, régi par un document-cadre mis à jour au printemps 2025 (*cf.* encadré 9), est en outre aligné avec les Principes applicables aux obligations vertes publiés par l'International Capital Market Association (ICMA). Une seconde opinion délivrée par un tiers-expert indépendant atteste de cet alignement.

Par sa présence sur le marché des obligations vertes à un moment où celui-ci croissait rapidement, l'État a souhaité apporter aux gestionnaires un actif vert et sans risque. En outre, il entendait contribuer à la diffusion des bonnes pratiques en matière de finance durable. Enfin, ce dispositif permet de mettre en exergue ses efforts en faveur de la transition écologique, notamment grâce à la publication de rapports rendant compte de l'allocation et de l'impact des OAT vertes.

Les rapports d'allocation des fonds levés par les OAT vertes montrent la diversité des politiques publiques favorables à l'environnement. Celles-ci se déploient par exemple dans les domaines de l'énergie, du bâtiment, de la préservation des ressources vivantes. Les rapports d'allocation, publiés annuellement, présentent ainsi les actions budgétaires et les programmes d'investissement auxquels sont adossées les émissions d'OAT vertes. Ils reposent sur le projet de loi de règlement et les rapports annuels de performance qui lui sont annexés, dont ils exploitent en particulier certains indicateurs de performance. L'allocation fait l'objet d'un audit réalisé par un cabinet indépendant.

Parallèlement aux rapports d'allocation sont publiées des études évaluant l'impact environnemental des dépenses vertes éligibles. Chacun de ces documents est consacré spécifiquement à l'une des dépenses vertes éligibles. Leur élaboration est supervisée par un Conseil indépendant, composé d'experts de stature internationale. À ce jour, neuf rapports ont été publiés, le

dernier – rendu public en février – s'attache à analyser l'impact environnemental des politiques « paysages, eau et biodiversité ». Ils sont tous disponibles sur le site internet de l'Agence France Trésor [18]. Toutes les évaluations abordent la question de l'atténuation du changement climatique, mais ne s'y cantonnent pas et se prononcent aussi, dès que cela est pertinent, sur les impacts en termes d'adaptation au changement climatique, de biodiversité ou de pollution.

Encadré 9 : mise à jour du document-cadre des OAT vertes

Comme annoncé dans le programme indicatif de financement pour 2025 et après consultation des spécialistes en valeur du Trésor au cours du premier semestre, l'Agence France Trésor a rendu publique, le vendredi 16 mai 2025, la mise à jour du document-cadre des OAT vertes.

Le premier document-cadre des OAT vertes avait été établi en 2017 à l'occasion de l'émission inaugurale de la première OAT verte. Il est reconnu par les investisseurs pour sa qualité et a contribué à faire de la place financière de Paris une référence en matière de finance durable.

Le document-cadre, élaboré conformément aux Principes applicables aux obligations vertes de l'International Capital Market Association (ICMA), permet de détailler les règles applicables à l'utilisation des fonds levés par émission de dette verte.

Son actualisation permet d'inscrire le dispostif des OAT vertes dans les nouvelles pratiques de marché depuis 2017, notamment introduites par la réglementation européenne, et les méthodologies d'analyse liées à la création du Budget Vert en 2020. Il ouvre également la voie à l'allocation des dépenses liées à l'énergie nucléaire aux fonds levés par émission de nouveaux titres de dette verte, reconnaissant ainsi le rôle de cette énergie dans les efforts de décarbonation français.

C. La prédominance des européens parmi les investisseurs en dette publique

La dette publique française s'échange constamment, au gré d'environ 20 Md€ de transactions quotidiennes sur les marchés financiers. Les titres de dette étant librement échangeables, l'identité de tous les investisseurs ne peut être connue exhaustivement en temps réel ; toutefois, des enquêtes régulières effectuées par le FMI, la Banque de France et la Banque centrale européenne permettent de renseigner sur leur nature, par catégories d'investisseurs et zone géographique. Les caractéristiques et les limites de ces données d'enquête sont présentées dans l'encadré 10.

Trois enseignements majeurs ressortent de ces enquêtes : premièrement, la typologie d'investisseurs dans la dette française est stable et n'évolue que progressivement dans le temps. Deuxièmement, près de trois quarts de ces investisseurs viennent de la zone euro. Troisièmement, ce sont les flux d'achat de titres de dette publique par l'Eurosystème,

[18] https://www.aft.gouv.fr/fr/rapports-dimpact

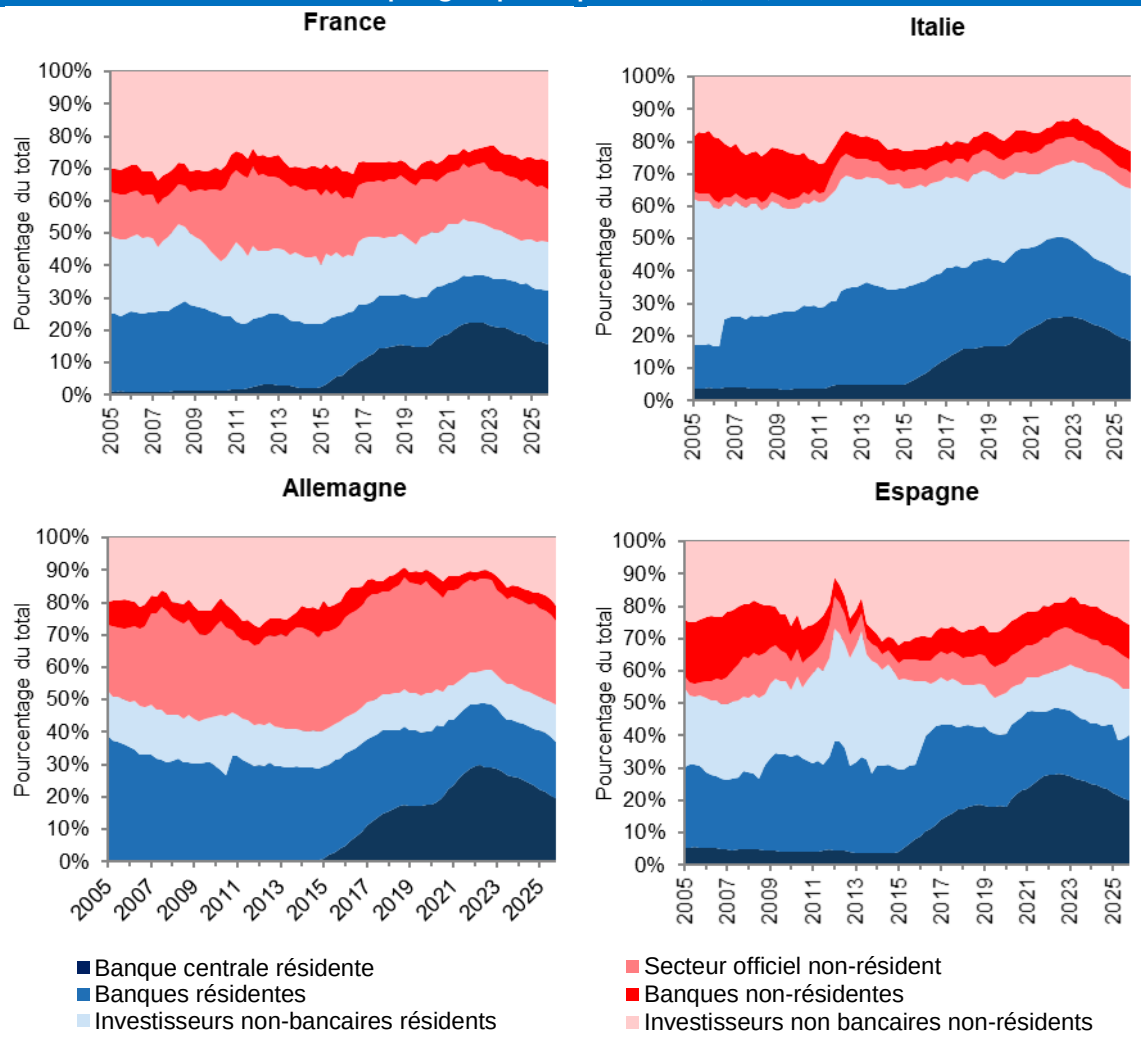
instrument de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, qui ont été à l'origine de la modification de la structure des investisseurs depuis 2015.

La répartition de la dette publique française bénéficie d'une forte diversification (Graphique 6) tant du point de vue géographique que du point de vue de la typologie d'investisseurs (établissements de crédit, assureurs, fonds de pension, banques centrales étrangères, etc.). Cette diversification et cette stabilité constituent un atout pour la France car elles permettent de diminuer le risque de refinancement et de minimiser les taux d'intérêt, *via* une concurrence accrue entre les investisseurs. Les banques centrales sont des acteurs très importants sur le marché obligataire car elles doivent placer leurs réserves de change dans des produits sûrs et très liquides. Ces placements interviennent sur des maturités moyennes, mais ces acteurs détiennent souvent les titres jusqu'à l'échéance, ce qui est un atout pour la bonne tenue du titre sur le marché secondaire. Étant donné le caractère stratégique de la gestion des réserves de change, ces acteurs sont particulièrement attachés à la confidentialité des transactions. Dans le cadre des achats d'actifs de la BCE, les titres sont au bilan de la Banque de France, ce qui augmente la part des résidents.

Sur longue période, l'évolution récente de la part des résidents parmi les investisseurs reflète les évolutions de la politique monétaire de la BCE. Ainsi, après une forte croissance suite à la création de l'euro, passant d'un tiers à deux tiers en dix ans, la part des non-résidents a connu deux phases de reflux en 2015-2018 puis 2020-2021 jusqu'à 47,5 % fin 2021 (Graphique 7), correspondant aux deux phases de mise en œuvre des programmes d'achat de l'Eurosystème (ces achats étant effectués par l'intermédiaire de la Banque de France, investisseur résident). Cette part remonte en 2022 avec la fin des achats de la BCE [19], et ce mouvement s'amplifie en 2023 et 2024 avec la réduction du bilan de la BCE, appelé « resserrement quantitatif ». Le Fonds Monétaire International (FMI) donne également une répartition par type d'investisseurs. Ainsi, le FMI estime que, fin 2025, 47,3 % des titres de l'ensemble de la dette publique française étaient au portefeuille des entités résidentes, ventilés ainsi : 15,6 % par la banque centrale, 16,7 % par les banques commerciales résidentes et enfin 15,0 % par le secteur privé hors banques commerciales. La part des investisseurs non résidents s'établit ainsi à 52,7 %.

[19] En pratique la BCE a arrêté ses achats nets en 2022, mais a continué d'acheter jusqu'en juin 2024 pour renouveler certains titres arrivés à échéance.

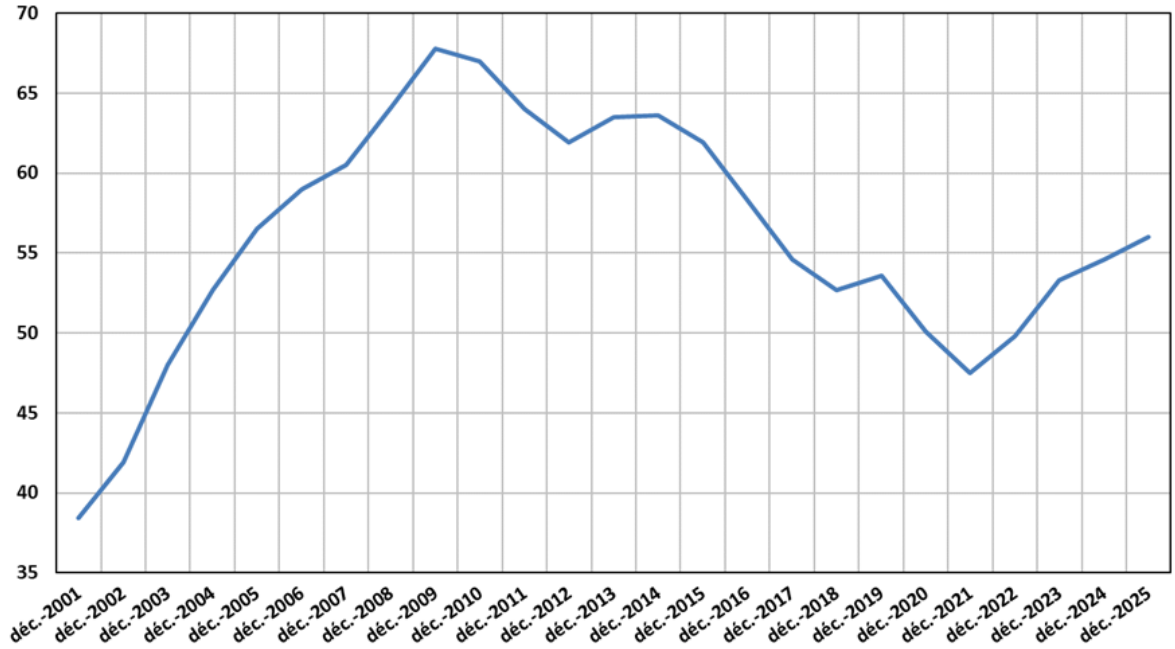
Graphique 6 : Evolution de la répartition de la dette publique de certains pays européens par groupe de porteurs (en %)



Source : Fonds Monétaire International, Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies, données arrêtées au 4e trimestre 2025.

Sur le champ plus restreint de la dette négociable de l'État, une enquête réalisée trimestriellement par la Banque de France permet d'illustrer la base d'investisseurs de différents segments de produit, avec cependant moins de détail géographique.

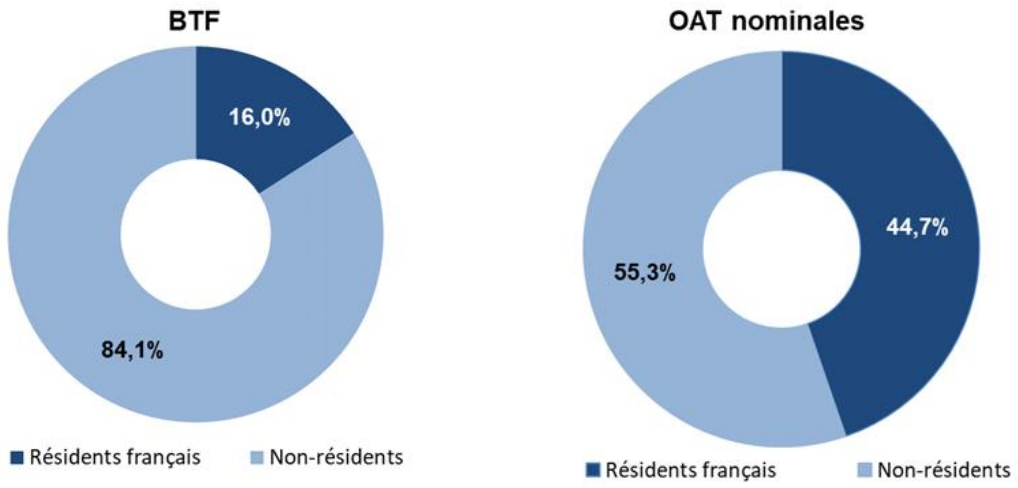
Graphique 7 : Part des investisseurs non-résidents dans la dette négociable de l'État (en %)



Source : Banque de France (1er trimestre 2026)

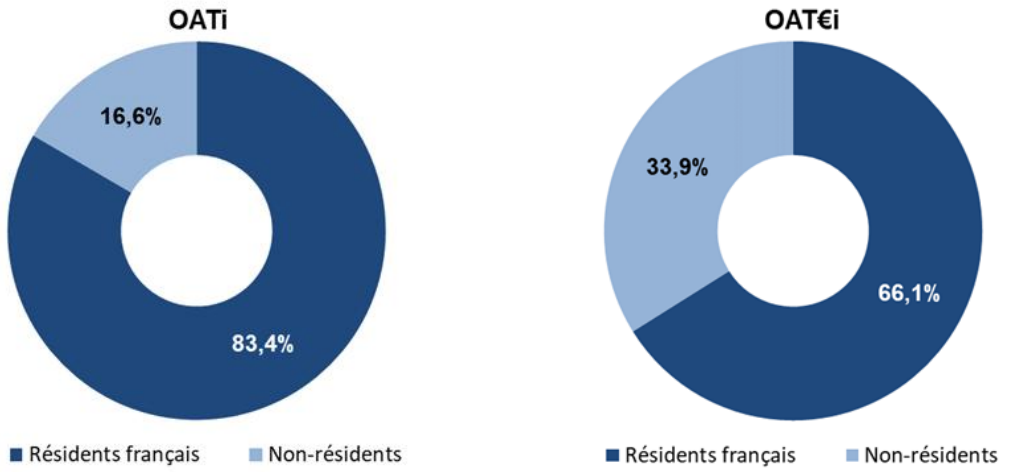
À la fin du premier trimestre 2026, les titres à taux fixe (BTF et OAT) sont dans l'ensemble acquis par les non-résidents à hauteur de 57,5 % (Graphique 7). Les titres de court terme, appelés BTF, sont plus largement acquis par des non-résidents, à 84,1 % (Graphique 8). En revanche, les titres indexés sur l'inflation le sont très majoritairement par les investisseurs résidents (Graphique 9). 83,4 % des OAT indexées sur l'inflation française (OATi) et 66,1 % des OAT indexées sur l'inflation européenne (OAT€i) sont acquis par des investisseurs français, contre 44,7 % en moyenne sur l'ensemble des OAT nominales (Graphique 8). Ceci reflète notamment la demande spécifique de la part des investisseurs français exposés à l'inflation (au premier rang desquels les gestionnaires de l'épargne réglementée telle que le Livret A).

Graphique 8 : Investissement résident en titres de l'État (en %)



Source : Banque de France, 1e trimestre 2026 (calculs AFT)

Graphique 9 : Investissement résident des titres indexés de l'État (en %)



Source : Banque de France, 1e trimestre 2026

En complément, la Banque centrale européenne (BCE) publie deux jeux de données qui permettent d'éclairer la typologie des investisseurs dans les titres publics (*cf.* Encadré 10).

Encadré 10 : Les sources des données sur la typologie des investisseurs

Les titres de dette de l'État sont des titres de créance négociables qui s'échangent librement sur les marchés financiers. Si l'État n'est donc pas en mesure de connaître à tout instant les investisseurs dans sa dette, il peut néanmoins s'appuyer sur des enquêtes récurrentes menées par la Banque de France, le Fonds Monétaire International et la Banque centrale européenne, pour obtenir des renseignements sur la typologie des investisseurs.

L'enquête de la Banque de France s'appuie sur PROTIDE, une collecte trimestrielle de données déclaratives des teneurs de comptes conservateurs. Cette collecte « vise à mesurer la détention par les agents économiques », résidents ou non-résidents, « des titres inscrits en compte chez les établissements déclarants », émis par des résidents ou non-résidents. La collecte PROTIDE est en valeur de marché. Si le champ de cette collecte dépasse celui de la seule dette négociable de l'État, la Banque de France transmet à l'Agence France Trésor les taux de détention par les résidents de la dette négociable de l'État (globale et par instruments) ainsi que la décomposition des positions résidentes par catégorie d'acteurs : assurances, établissements de crédit, OPCVM et autres. L'intérêt de ce jeu de données est qu'il porte sur la dette de l'État seule et qu'il est actualisé trimestriellement. Il ne permet cependant aucune ventilation par zone géographique principale, encore moins par pays.

En complément, la Banque centrale européenne (BCE) publie deux jeux de données permettant d'éclairer plus finement la détention de titres publics, notament entre résidents de la zone euro et hors zone euro :

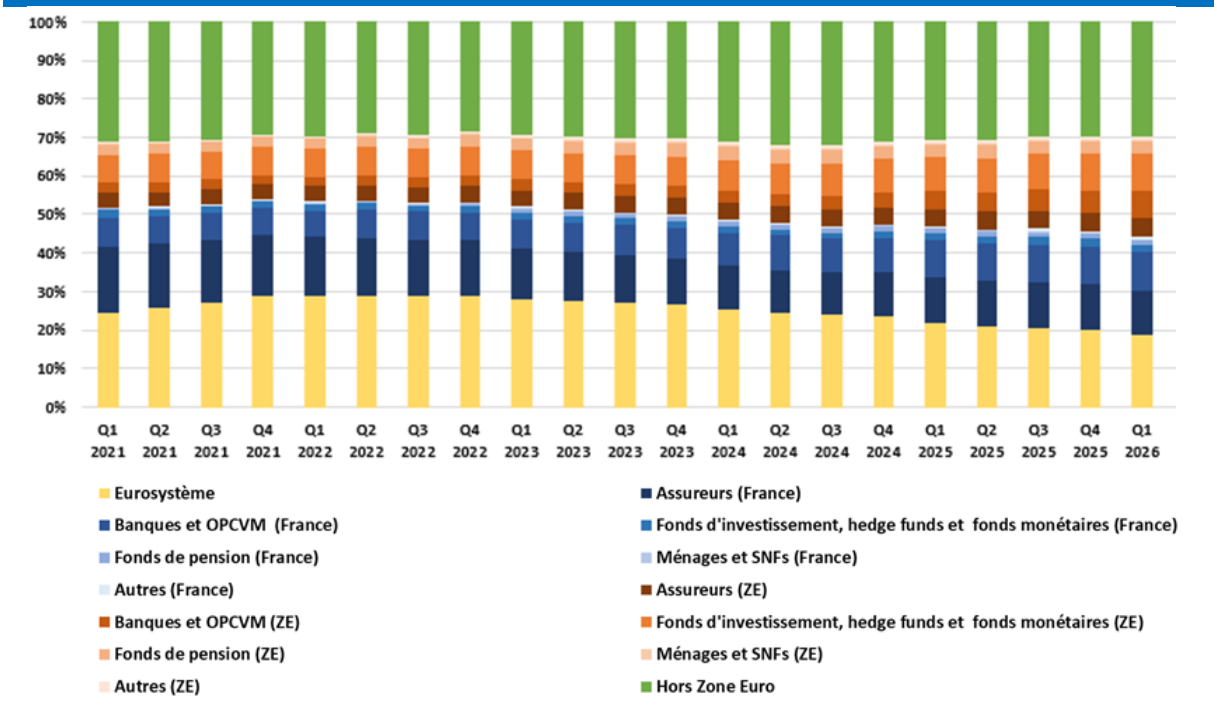
- *les Securities Holdings Statistics (SHSS) recensent, sur une base trimestrielle, les portefeuilles de titres détenus par les différents secteurs institutionnels (banques, assurances, fonds d'investissement, banques centrales, etc.), avec une ventilation de l'origine géographique de l'émetteur et de l'investisseur ;*
- *les Securities Issues Statistics (CSEC) fournissent des informations harmonisées sur les encours et les flux d'émissions de titres de dette des administrations publiques et des autres secteurs émetteurs de la zone euro.*

L'enquête du FMI, publiée deux fois par an, s'appuie sur la « Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies ». Cette base de données fournit des estimations sur les types d'investisseurs de la dette des administrations publiques de 24 économies avancées. Le champ de cette enquête conduit à publier des données plus larges que celles transmises par la Banque de France à l'AFT et de la Banque centrale européenne. Notamment, les crédits bancaires sont cumulés aux titres obligataires et le champ inclut tous les autres sous-secteurs des administrations publiques (collectivités locales, administrations de sécurité sociale). Toutes les données sont soit en valeur nominale, soit corrigées des variations de valorisation, le cas échéant, afin d'éliminer les réévaluations de prix. Tous les avoirs intra-gouvernementaux sont déduits. La base d'investisseurs est regroupée en six catégories : banque centrale nationale, banques nationales, non-banques nationales, secteur officiel étranger, banques étrangères et non-banques étrangères. L'intérêt de ce jeu de données est qu'il permet une ventilation par zone géographique des investisseurs. Néanmoins, cumulant tous les émetteurs publics français, il ne permet pas d'en tirer une statistique pour le seul État. À noter enfin que les investisseurs sont ainsi ventilés selon leur zone d'implantation géographique, et que ce ne sont donc pas les « États » ou les « fonds souverains » de cette zone qui investissent nécessairement dans la dette française, mais n'importe quel investisseur qui y est implanté.

Ces données concernent l'ensemble des titres de dette négociables des administrations publiques. C'est un champ différent des données de la Banque de France présentées précédemment qui ne concernent que les titres de dette négociables de l'État mais éclairent davantage sur les différences par type d'instrument. Elles sont également différentes des données du FMI qui incluent les titres de dette non négociables et opèrent une consolidation des titres investis au sein des administrations publiques pour se rapprocher de la définition maastrichtienne de la dette publique.

Ces données montrent de nouveau une grande stabilité de la typologie des investisseurs depuis le début de l'année 2021 (Graphique 10) et confirment également que les évolutions sur cette période résultent principalement de la politique monétaire de la BCE. Ces données offrent toutefois un éclairage nouveau sur la répartition entre investisseurs de la zone euro et hors zone euro. Il apparait que la proportion des investisseurs hors zone euro est stable sur cette période et que le désengagement de l'Eurosystème a été compensé par les investisseurs de la zone euro (principalement les banques, les fonds de pension et les fonds d'investissement). Par ailleurs, au sein des investisseurs hors zone euro, de nombreux sont européens (Royaume-Uni, Suisse, Scandinavie, etc.).

Graphique 10 : Typologie des investisseurs en titres de dette négociables



Source : Banque centrale européenne, 2ème trimestre 2026

Encadré 11 : Origine géographique des investisseurs, atouts liés à cette diversification

*Du point de vue de la gestion de la dette, la nationalité de l'investisseur n'est pas un critère pertinent pour analyser la performance des émissions, mais plutôt sa qualité et sa sensibilité au changement des conditions de marché : les émetteurs recherchent plus particulièrement les investisseurs susceptibles de conserver les titres sur une longue période, qui présentent une demande stable dans le temps. La structure précise de la communauté des prêteurs ne peut de surcroît être suivie en direct car les titres s'échangent en permanence sur les marchés (*cf. *encadré n°6). Par ailleurs, si l'achat d'une action d'entreprise peut donner à l'investisseur un droit de regard sur sa gouvernance et ses décisions, la possession d'un titre de dette ne confère aucun droit sur l'émetteur, seulement celui d'être remboursé à échéance du titre. Ainsi, la demande pour les titres de l'État est-elle analysée plutôt sous l'angle du type d'acteur économique qui investit : banque centrale, fonds souverains, banques, assurances, fonds de pension, etc.*

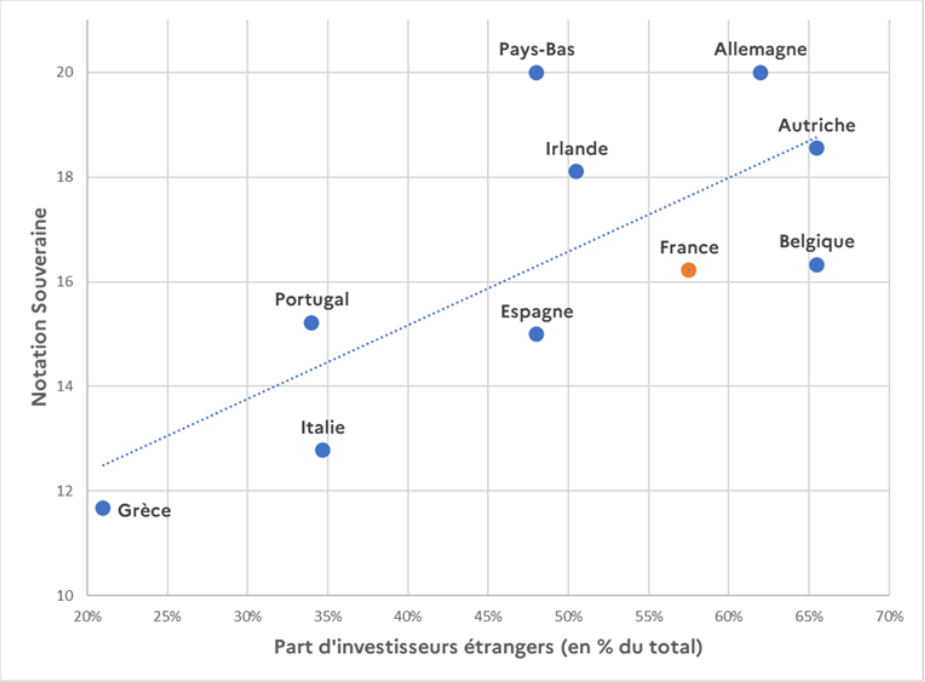
Indépendamment de leur zone géographique d'implantation, il est cependant intéressant de suivre l'importance des investisseurs dits « non-résidents » dans la dette souveraine. Une large revue de la littérature économique reposant essentiellement sur les expériences internationales en matière de gestion de la dette publique met en évidence le rôle crucial des investisseurs étrangers dans le financement des États, et ce, à plusieurs égards. La hausse de la demande constatée une fois que le marché obligataire national s'ouvre aux acteurs étrangers permet une renégociation de la dette à des taux de rendement plus bas[20], impliquant ainsi un coût de financement pour l'État significativement moindre[21]. Les investisseurs étrangers contribuent également à la liquidité des marchés de la dette publique, ce qui réduit la prime de liquidité des titres souverains les rendant, en conséquence, plus attractifs. Ils permettent aussi aux gouvernements de mieux gérer le risque de concentration[22] et de dégager davantage de marges de manœuvres budgétaires lors des périodes de récession économique[23] [24]. Cette base large est donc un atout important ce qui a d'ailleurs été récemment rappelé par un rapport de la Commission des finances du Sénat[25].

Du côté des investisseurs étrangers, leurs achats de titres souverains permettent d'assurer la diversification optimale de leurs portefeuilles en fonction de leurs degrés d'aversion au risque, ce qui conduit à une diversification mécanique de la base investisseur de l'émetteur public. Cette demande est, en plus, fortement corrélée au risque crédit[26] de l'émetteur. Ce dernier peut être mesuré par la note souveraine que les agences de notation attribuent aux différentes économies. En effet, plus la note souveraine d'un pays est élevée, plus le risque crédit de la dette publique est jugé faible par le marché, et plus l'intérêt des investisseurs étrangers est important. Ceci explique en grande partie la présence significative de ces investisseurs sur des marchés obligataires souverains des économies les mieux notées de la zone euro, comme celui de l'Allemagne et des Pays-Bas, alors que dans les pays moins bien notés, la part de la détention étrangère a tendance à être plus faible (voir graphique 11).

[20] Voir par exemple Eichengreen et Mody (1998), Bernanke (2007), Warnock et Warnock (2009) et Bernanke et al. (2011).
[21] Arslanalp et Poghosyan (2016) constatent que la hausse de la part de la dette publique détenue par des investisseurs étrangers entre 2008 et 2012 explique une baisse des rendements des obligations d'État à 10 ans à hauteur de 40 à 65 points de base en Allemagne, de 20 à 30 points de base au Royaume-Uni et de 35 à 60 points de base aux États-Unis.
[22] Le risque de concentration sur le marché obligataire souverain se réfère à la situation où une proportion significative de la dette publique d'un pays est détenue par un nombre limité d'investisseurs, d'institutions, ou d'une seule catégorie d'investisseurs.

[23] La relance économique espérée par des politiques budgétaires expansionnistes lors des périodes de récession peut être compromise par des effets d'éviction, si les ressources financières utilisées pour financer ces politiques réduisent la consommation et l'investissement privés. Ces effets d'éviction sont plus faibles lorsque les gouvernements mobilisent l'épargne étrangère pour financer ces politiques (e.g. Claeys et al. (2012)), conduisant ainsi à des multiplicateurs fiscaux élevés. En effet, le multiplicateur fiscal est un indicateur permettant l'évaluation de l'efficacité des politiques budgétaire. Il mesure l'impact d'une variation des dépenses ou recettes budgétaires sur le PIB.
[24] Dans un article récent, Broner et al. (2022) montrent que les effets d'éviction restent limités dans les pays où la part de la dette publique détenue par des acteurs étrangers est élevée, comme aux États-Unis et dans plusieurs pays européens aujourd'hui. Cependant, les pays où la détention étrangère est faible se caractérisent par un multiplicateur fiscal faible (inférieur à un) comme ce fut le cas aux États-Unis entre 1950 et 1960 et au Japon aujourd'hui.
[25] Rapport d'information n° 902 sur les enjeux associés à la structure de détention de la dette de l'État déposé le 24 septembre 2025 par le sénateur Eric de Montgolfier.
[26] Le risque de crédit d'une dette publique fait référence à la possibilité qu'un État ou une entité gouvernementale ne soit pas en mesure de rembourser sa dette ou de respecter ses engagements financiers, tels que les paiements d'intérêts ou le remboursement du principal à l'échéance. Ce risque est évalué en fonction de plusieurs facteurs tels que, la stabilité économique, financière et politique, les caractéristiques des institutions publiques ainsi que les perspectives de croissance.

Graphique 11 : Investissement étranger en titres obligatoires souverains dans les principaux pays de la zone euro et leurs notes souveraines



Source : Agences de notation (Standard and Poor's, Moody's et Fitch) et Agences Nationales de Gestion de la Dette, données T1 2026. Le score représenté est une moyenne des notes données par les différentes agences. L'échelle du score varie de 10 correspondant à un triple B négatif à 20 correspondant à un triple A.

Note : D'autres facteurs tels que le niveau du taux de rendement, la stabilité du taux de change[27] et la liquidité de la dette sur le marché secondaire figurent parmi les principaux déterminants de la demande étrangère adressée aux titres obligataires souverains. Ces facteurs, en plus de la note souveraine, peuvent cependant rendre cette demande sensible aux changements liés à la perception du risque sur le rendement escompté. D'où l'intérêt pour un émetteur souverain de constituer une base d'investisseurs diversifiée afin de contrebalancer le risque intrinsèquement lié à chaque type d'investisseur, ce qui est le cas en France.

[27] 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 (Tukuoka, 2010 ; Fidora et al., 2006).

III. Soutenabilité de la dette publique

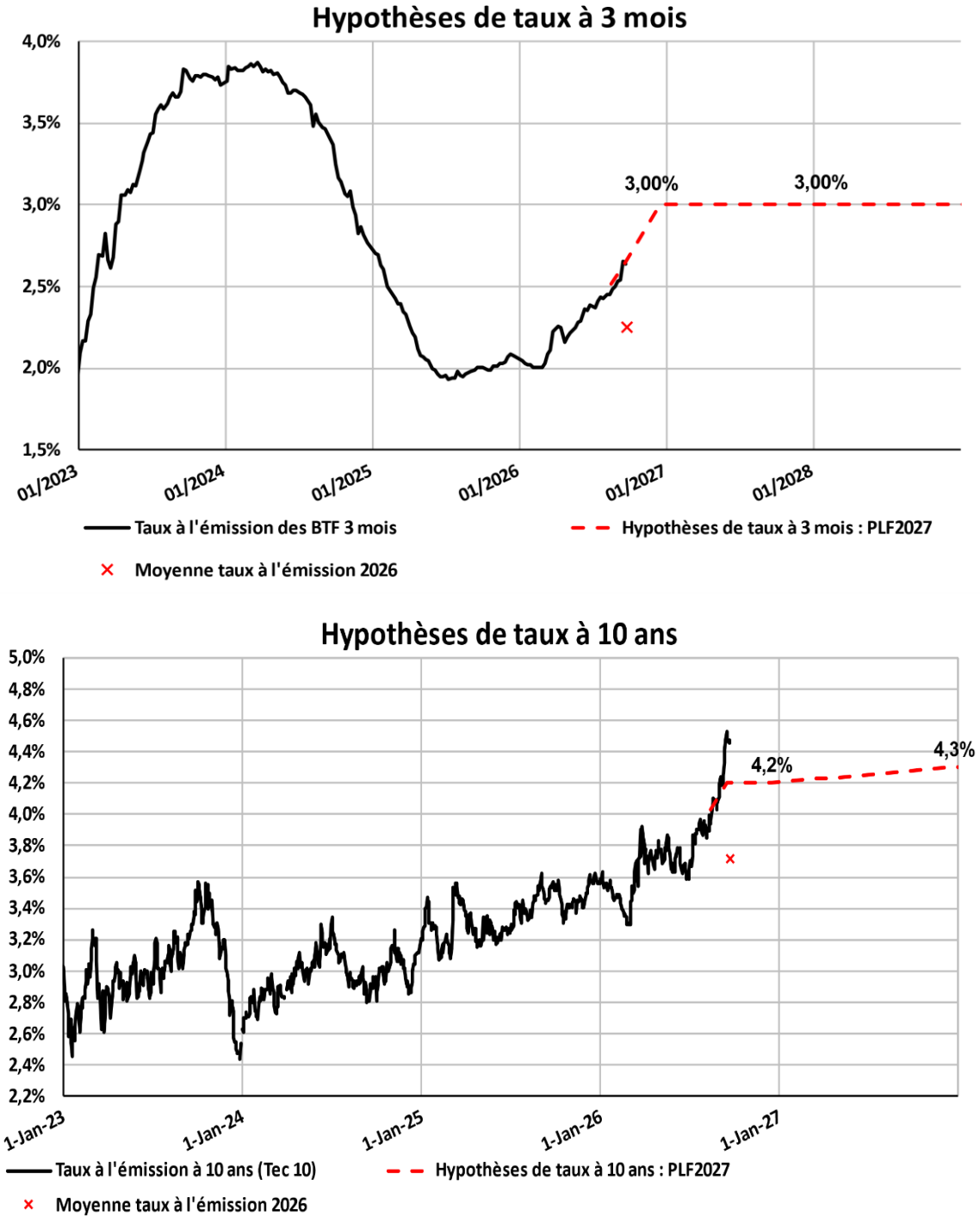
A. Scénario de taux d'intérêt et effet d'une hausse des taux ou de l'inflation sur la charge de la dette

À partir de juin 2024, la Banque centrale européenne (BCE) a entrepris un cycle d'assouplissement monétaire qui s'est poursuivi jusqu'en juin 2025. Depuis le déclenchement du conflit au Proche et Moyen-Orient en février 2026, l'inflation a augmenté, tout comme les anticipations d'inflation, principalement en raison de l'augmentation des prix du pétrole qui découle du blocage du détroit d'Ormuz. La remontée des taux directeurs et les tensions sur les marchés obligataires ont engendré une hausse des taux d'intérêts souverains. Dans un contexte toujours marqué par la volatilité et les tensions inflationnistes, les conditions de financement de l'économie se sont durcies progressivement.

Dans les hypothèses du PLF 2027, les taux d'intérêt à court terme s'établiraient à 3,0 % en fin d'année 2026 (contre 2,0 % fin 2025), puis se stabiliseraient à ce niveau. Parallèlement, les taux d'intérêt à 10 ans, sensibles à la fois aux anticipations d'inflation et à la prime de risque, atteindraient 4,2 % fin 2026, puis 4,3 % fin 2027 avant de se stabiliser à ce niveau.

Le niveau à mi-septembre des taux longs sur le marché secondaire est supérieur à ces hypothèses mais les conditions demeurent très volatiles et varient quotidiennement. Par ailleurs, la charge de la dette est calculée sur la base des taux enregistrés lors des émissions sur le marché primaire (qui restent significativement inférieurs), et non sur la base des taux sur le marché secondaire, qui évoluent à tout moment (Graphique 12).

Graphique 12 : Hypothèses de taux d'intérêt à 3 mois et à 10 ans retenues pour le projet de loi de finances pour 2027



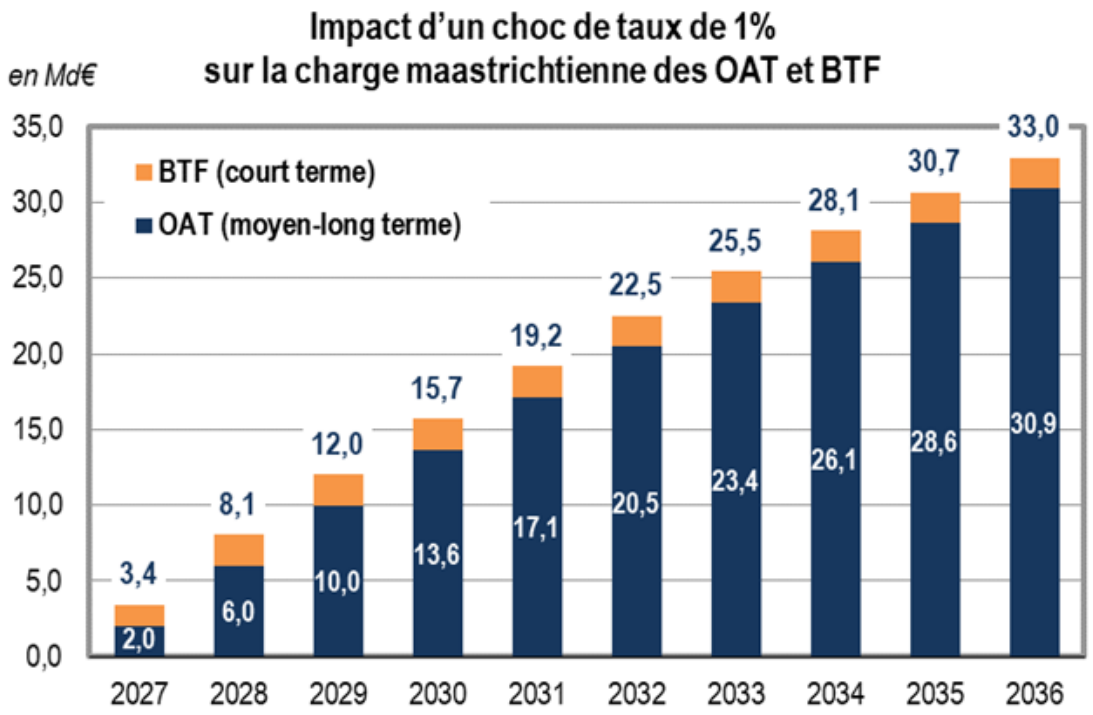
Source : AFT

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 3,4 Md€ supplémentaires la première année, 8,1 Md€ supplémentaires la deuxième année, d'environ 19,2 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.

S'agissant de l'inflation, une variation des indices de prix à la consommation de ±0,1 % induit une variation de la charge d'indexation d'environ ±0,3 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 8.

Graphique 13 : Impact d'un choc de taux d'intérêt sur la charge de la dette à moyen terme (en comptabilité maastrichtienne)



Source : AFT

B. Analyse de la soutenabilité de la dette dans le cadre budgétaire européen

Le cadre de gouvernance budgétaire européen actuel est entré en vigueur le 30 avril 2024. Il est composé de la directive sur les cadres budgétaires nationaux [28], du règlement sur le volet correctif [29] et du règlement sur le bras préventif[30].

Il vise notamment à assurer la soutenabilité à moyen terme de la trajectoire de dette publique des États-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 États-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 du ratio de dette publique pendant les dix années suivant 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 12). 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.

Dans son Plan structurel et budgétaire de moyen-terme (PSMT) 2025-2029, la France a présenté une trajectoire de dépenses publiques nettes compatible avec les exigences du nouveau cadre budgétaire européen en matière de soutenabilité de la dette : le ratio de dette baisserait continûment sur la période 2031-2041 pour atteindre 100,9 % en 2041 dans le scénario central. Cette trajectoire suppose notamment un retour du déficit public sous les 3 % du PIB en 2029. Cette trajectoire a été validée par le Conseil dans sa recommandation du 21 janvier 2025 [31]. La trajectoire de dette publique du projet de loi de finances pour 2027 découle d'une évolution pluriannuelle de la dépense primaire nette compatible avec la recommandation du Conseil.

[28] Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres.

[29] Règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs.

[30] 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 surveillace budgétaire multilatérale.

[31] « Sur la base des engagements et des hypothèses macroéconomiques contenus dans le plan, la trajectoire des dépenses netttes proposée dans le plan est compatible avec la sauvegarde de la soutenabilité de la dette » - Recommandation du Conseil du 21 janvier 2025 approuvant le plan budgétaire et structurel national à moyen terme de la France.

Encadré 12 : 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 États-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 principal, 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 tensions financières » 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 de la période d'ajustement. Le scénario de différentiel défavorable entre taux d'intérêt et croissance (ou 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 10 000 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 États-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 États-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 États-membres dont le déficit est supérieur à 3 % du PIB.*

Les prévisions du PSMT intègrent des hypothèses sous-jacentes prenant en compte l'impact du vieillissement de la population (effets volume sur les prestations et sur les cotisations des actifs, projections démographiques incluses dans les prévisions de croissance potentielle, etc.). Tous les scénarios de la méthodologie d'analyse de soutenabilité de la dette intègrent notamment les projections démographiques de l'*Ageing working group* (AWG) du Conseil ECOFIN, qui rassemble la Commission européenne et les États membres afin de produire tous les trois ans des projections harmonisée de dépenses publiques liées au vieillissement. Les hypothèses démographiques retenues par l'AWG dans son rapport de 2024 sont globalement cohérentes avec les projections utilisées par le Conseil d'orientation des retraites.

Bibliographie

[1] « À la fin du deuxième trimestre 2026, le ratio de dette publique s'établit à 119,0 % du PIB », *Information Rapide n° 39,* Insee, 29 septembre 2026.

[2] Agence France Trésor, Bulletin mensuel n°436, septembre 2026.

[3] « Perspectives mondiales à l'automne 2024 : entre assouplissement monétaire et tensions géopolitiques », Trésor-Éco n°349, DG Trésor, septembre 2024

[4] *World Economic Outlook d'avril 2024*, FMI

[5] *Manual on Government Deficit and Debt,* Eurostat

[6] Eichengreen et Mody (1998), « What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment? », Working paper n°6408

[7] Warnock et Warnock (2009), « International Capital Flows and U.S. Interest Rates », *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n°6, pp. 903-919

[8] Bernanke et al. (2011), « Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », *Revue de la stabilité financière*, vol. 15, pp. 15-30

[9] Arslanalp et Poghosyan (2016), « Foreign Investor Flows and Sovereign Bond Yields in Advanced Economies », *Journal of Banking and Financial Economics*, 2016, vol. 2, issue 6, 45-67

[10] Claeys et al. (2012), « Debt, interest rates, and integration of financial markets », Economic Modelling, vol. 29, pp. 48-59

[11] Broner et al. (2023), « Bilateral international investments: The big sur? », Journal of International Economics, vol. 145, n°103795

[12] Tukuoka (2010), « The Outlook for Financing Japan's Public Debt », IMF Working Paper 10/19

[13] Fidora et al. (2007), « Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange rate volatility», Journal of International Money and Finance, vol. 26, issue 4, pp. 631-655

[14] Afonso et al. (2014), «Sovereign credit ratings, market volatility, and financial gains », Computational Statistics & Data Analysis, vol. 76, pp. 20-33

[15] Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres

[16] Règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs

[17] 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