N° 156

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2026-2027

Enregistré à la Présidence du Sénat le 19 novembre 2026

RAPPORT GÉNÉRAL

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur le projet de **loi** *de* **finances**, *considéré comme rejeté par l'Assemblée nationale, pour* **2027**,

Par Mme Christine LAVARDE,

Rapporteur général,

Sénateur

TOME III

LES MOYENS DES POLITIQUES PUBLIQUES ET DISPOSITIONS SPÉCIALES

(seconde partie de la loi de finances)

ANNEXE N° 13
ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT

COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS : PRÊTS ET AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS

COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS : ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX

Rapporteur spécial : M. Albéric de MONTGOLFIER

(1) Cette commission est composée de : M. Thierry Cozic*, président ;* Mme Christine Lavarde*, rapporteur général ;* MM. Jean-François Husson, Michel Canévet, Mme Florence Blatrix Contat, MM. Pascal Savoldelli, Raphaël Daubet, Jean-Baptiste Lemoyne, Grégory Blanc, Emmanuel Capus, Christopher Szczurek, Albéric de Montgolfier, Mme Nathalie Goulet, M. Bruno Belin*, vice-présidents ;* Mme Marie-Carole Ciuntu, M. Vincent Delahaye, Mmes Frédérique Espagnac, Sophie Primas*, secrétaires ;* MM. Rodolphe Alexandre, Gabriel Amard, Pierre Barros, Arnaud Bazin, Pierre Boileau, Mme Isabelle Briquet, M. Vincent Capo-Canellas, Mmes Maryse Carrère, Marie-Claire Carrère-Gée, Karine Daniel, M. Bernard Delcros, Mme Edwige Diaz, MM. Thomas Dossus, Daniel Fargeot, Rémi Féraud, Stéphane Fouassin, Édouard Fritch, Daniel Gibbs, Jacques Grosperrin, Jean-Raymond Hugonet, Antoine Lefèvre, Victorin Lurel, Alain Marc, Jean-Marie Mizzon, Alexandre Ouizille, Olivier Paccaud, Mme Vanina Paoli-Gagin, MM. Stéphane Sautarel, Simon Uzenat, Mme Sylvie Vermeillet, M. Jean Pierre Vogel.

Voir les numéros :

Assemblée nationale (**17**ème législ.) : **3210**, **3279**, **3291** rect., **3337** rect., **3340**, **3344**, **3392**, **3394**, **3400**, **3422** et T.A. **362**

Sénat : **155** et **156** à **162** (2026-2027)

S O M M A I R E

Pages

L'ESSENTIEL..... 5

PREMIÈRE PARTIE
LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT »

I. L'ALOURDISSEMENT DE LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT FAIT DÉSORMAIS CRAINDRE UN EFFET BOULE DE NEIGE 18

A. LE PROGRAMME DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT DEVRAIT ATTEINDRE UN NOUVEAU RECORD EN 2027, À 340 MILLIARDS D'EUROS, DANS UN CONTEXTE DE FORTE REMONTÉE DES TAUX D'INTÉRÊT 18

1. Si l'exécution du programme de financement ne révèle pas de difficulté particulière en termes de souscription, les taux d'intérêt pratiqués figurent désormais parmi les plus élevés de la zone euro 18

2. Un contexte de remontée généralisée des taux d'intérêt souverains depuis le début de l'année 2026 23

3. Les taux d'intérêt sur les titres de dette française à long terme devraient désormais s'établir durablement dans les prochaines années à plus de 4 % 27

4. Une double incertitude budgétaire et politique qui affecte la crédibilité de la signature française 29

5. Une base d'investisseurs diversifiée qui continue de constituer un atout pour la gestion de la dette de l'État 33

B. LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT DEVRAIT DOUBLER D'ICI 2030 35

1. Un nouveau programme de financement record en 2027, à 340 milliards d'euros, alors que la dette de l'État approche désormais 2 900 milliards d'euros 35

2. Une charge de la dette qui devient le premier poste de dépenses du budget de l'État 38

3. Un risque de crise de la dette qui ne peut plus être écarté 40

4. Une provision pour charge d'indexation sur l'inflation dont la non-conformité à la LOLF appelle la suppression 45

II. APRÈS UNE PÉRIODE BAISSIÈRE, LES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT CONNAISSENT UNE NETTE AUGMENTATION 48

A. UNE RUPTURE AVEC LA DIMINUTION CONTINUE DES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT OBSERVÉE DANS LA PÉRIODE RÉCENTE 48

B. UN RISQUE DE SINISTRALITÉ QUI DEMEURE MODÉRÉ AU REGARD DES MONTANTS DE PGE OCTROYÉS 49

DEUXIÈME PARTIE
LES COMPTES SPÉCIAUX

I. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « PRÊTS ET AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS » : UN NOUVEAU SOLDE EXCÉDENTAIRE PRÉVU EN 2027 51

A. UN PÉRIMÈTRE STABILISÉ DEPUIS 2026, APRÈS LA SUPPRESSION DU PROGRAMME 829 RELATIF AU VOLET TRANSPORTS DU PLAN MARSEILLE EN GRAND EN 2025 51

B. UN NOUVEL EXCÉDENT EN 2027, RÉSULTANT DE LA MODÉRATION DES DÉPENSES DE LA QUASI INTÉGRALITÉ DES PROGRAMMES ET DE LA HAUSSE DES PRÉVISIONS DE RECETTES 53

II. DANS LA CONTINUITÉ DES ANNÉES PRÉCÉDENTES, LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX » N'EST PAS DOTÉ DE CRÉDITS 54

EXAMEN PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE 57

EXAMEN EN COMMISSION 59

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES 71

LA LOI EN CONSTRUCTION 73

L'ESSENTIEL

Dans le cadre du projet de loi de finances pour 2027 (PLF 2027), les crédits demandés pour la mission « **Engagements financiers de l'État** », correspondant, pour 98 %, à la **charge d'intérêt de la dette de l'État**, présentent une **nouvelle augmentation spectaculaire, de plus de 23 %**, s'élevant à des **niveaux records** aussi bien en autorisations d'engagement (AE) qu'en crédits de paiement (CP) :

- 74,3 milliards d'euros en AE, soit + 23,46 % par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2026, représentant une **hausse massive en un an de + 14,1 milliards d'euros ;**

- 74,5 milliards d'euros en CP, soit une évolution analogue de + 23,38 % par rapport à la LFI 2026, représentant également **+ 14,1 milliards d'euros.**

Cette augmentation record des crédits de la mission s'explique essentiellement par les **nouveaux sommets atteints par la charge de la dette de l'État, à 71,9 milliards d'euros** (en AE et en CP), contre 58,0 milliards d'euros en LFI 2026, soit une **hausse de + 23,9** %, représentant **+ 13,9 milliards d'euros.**

Ainsi, hors CAS « Pensions » et mission « Remboursements et dégrèvements », les crédits de la présente mission deviennent, pour 2027, le **premier poste de dépenses du budget de l'État en crédits de paiement**, avec un **poids supérieur de 10 % aux crédits de la mission « Enseignement scolaire** » (65,5 milliards d'euros) **ou** « **Défense** » (63,4 milliards d'euros).

I. LE PROGRAMME DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT DEVRAIT ATTEINDRE UN NOUVEAU RECORD EN 2027, À 340 MILLIARDS D'EUROS, DANS UN CONTEXTE DE FORTE REMONTÉE DES TAUX D'INTÉRÊT

A. SI L'EXÉCUTION DU PROGRAMME DE FINANCEMENT NE RÉVÈLE PAS DE DIFFICULTÉ PARTICULIÈRE EN TERMES DE SOUSCRIPTION, LES TAUX D'INTÉRÊT PRATIQUÉS FIGURENT DÉSORMAIS PARMI LES PLUS ÉLEVÉS DE LA ZONE EURO

En dépit du durcissement des conditions de financement, **la dette française reste liquide et attractive**. Ainsi que le souligne l'Agence France Trésor (AFT), chargée de la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État, **le taux de couverture est resté élevé avec un volume demandé proche du triple du volume émis**. Dans ces conditions, le programme de financement s'effectue normalement, avec un **niveau de réalisation en ligne avec les**

années précédentes en dépit de l'incertitude et de la volatilité depuis le début d'année.

Pour 2026, le programme de financement à moyen et long terme net des rachats s'établit à 310 milliards d'euros, conformément à la loi de finances du 19 février 2026. Au 19 octobre 2026, **286,2 milliards d'euros d'émissions nettes des rachats ont été réalisées**, soit un **taux d'avancement de 92,3** %, en ligne avec les années précédentes.

Le niveau d'avancement du programme de financement pour 2026 illustre ainsi « ***la capacité de la France à se financer sans difficulté en dépit de l'incertitude géopolitique et économique*** ».

Source : AFT

B. UN CONTEXTE DE REMONTÉE GÉNÉRALISÉE DES TAUX D'INTÉRÊT SOUVERAINS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE 2026

Le déclenchement fin février de la **guerre au Moyen-Orient entre les États-Unis et l'Iran** et les **tensions autour du détroit d'Ormuz** ont provoqué une **hausse progressive et continue des prix du pétrole, entraînant une hausse des anticipations d'inflation et donc des taux directeurs de la BCE**.

Comme le note l'AFT, « **les rendements de long terme évoluant en lien étroit avec les anticipations de taux, ces derniers se sont mécaniquement inscrits en hausse et les spreads [écarts de taux par rapport à un taux de référence] se sont écartés entre pays**, conformément à la hiérarchie des crédits ».

Les *spreads* ont continué de s'écarter pendant l'été pour culminer à **+ 140 points de base** pour la France par rapport à l'Allemagne **à fin septembre** (contre 70 points de base en janvier).

140 points de base.
C'est le niveau actuel du spread entre la France et l'Allemagne

Source : AFT

L'écart entre les taux d'intérêt de la France et des autres pays européens s'explique par **plusieurs facteurs** :

• **les tensions sur les conditions de financement de la France relèvent d'un phénomène mondial qui touche l'ensemble des pays**. Même si ces niveaux de taux élevés correspondent en grande partie à une

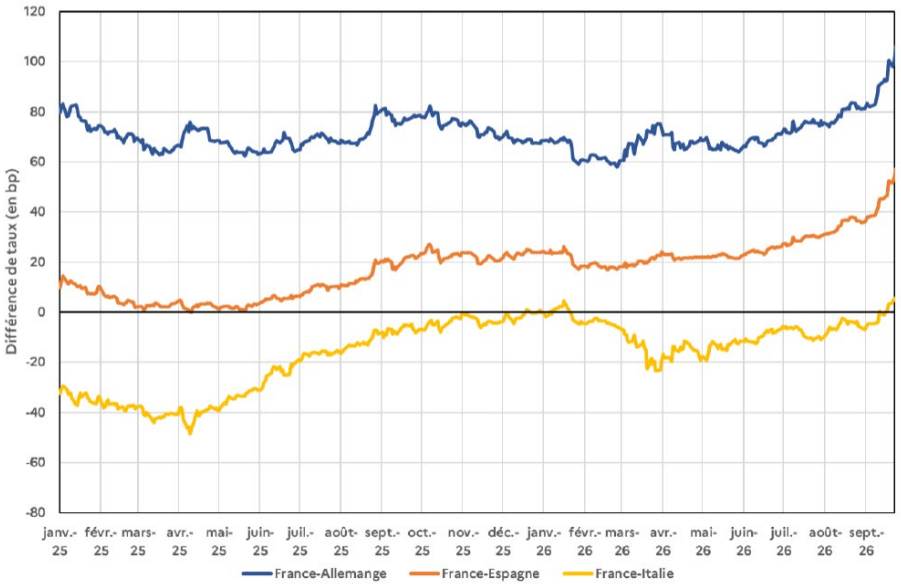
normalisation après une période exceptionnelle de taux bas, ils s'appliquent désormais à une **dette beaucoup plus importante** ;

• **dans les périodes de correction obligataire générale, les pays ayant les rendements déjà les plus élevés s'écartent davantage** – c'est le cas de la France et de l'Italie.

• **l'attention des investisseurs se porte particulièrement sur les niveaux élevés de dette et de déficit en France**.

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

(en points de base)



Note : données au 22 septembre 2026.

Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

Au titre des facteurs nationaux, Standard & Poor's observe que « *la France apparaît davantage exposée que certains de ses pairs européens en raison de la* ***combinaison d'un niveau d'endettement élevé et d'un déficit primaire plus important*** *(…)* ***Surtout, s'ajoute un contexte politique perçu comme plus incertain****, ce qui peut conduire les investisseurs à exiger une rémunération supplémentaire pour détenir de la dette française.* »

« *La combinaison d'une trajectoire budgétaire dégradée et d'incertitudes politiques accrues à l'approche de l'élection présidentielle contribue à la perception d'une vulnérabilité relative plus élevée.* »

Source : Standard & Poor's

C. LES TAUX D'INTÉRÊT SUR LES TITRES À LONG TERME DEVRAIENT DÉSORMAIS S'ÉTABLIR DURABLEMENT DANS LES PROCHAINES ANNÉES À PLUS DE 4 %

La prévision de charge de la dette de l'État s'appuie sur le **scénario de taux d'intérêt** suivant :

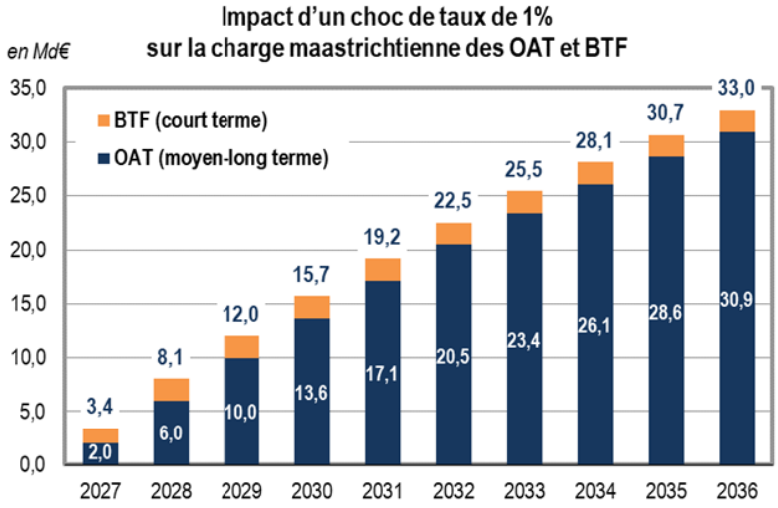
- sous l'effet du relèvement des prévisions d'inflation et de la hausse des taux directeurs de la BCE, il est fait l'hypothèse d'une **augmentation des taux à trois mois à 3,0 % fin 2026, qui se stabiliseraient à ce niveau à fin 2027 et au-delà** ;

- dans un contexte de resserrement quantitatif, **le scénario retient l'hypothèse de taux longs qui continueraient à croître : le taux à 10 ans s'élèverait alors à 4,2 % fin 2026 et à 4,3 % fin 2027 avant de se stabiliser à ce niveau.**

Il convient de souligner la sensibilité de la charge de la dette à un choc sur les taux.

Impact sur la charge de la dette d'un choc sur les taux de 1 %

(en milliards d'euros)



Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

D. UNE DOUBLE INCERTITUDE BUDGÉTAIRE ET POLITIQUE QUI AFFECTE LA CRÉDIBILITÉ DE LA SIGNATURE FRANÇAISE

De manière générale, les élections peuvent influencer les rendements souverains lorsqu'elles modifient les **anticipations des investisseurs concernant les perspectives budgétaires, économiques ou institutionnelles**

du pays. Dans le cas français, **c'est surtout l'incertitude sur la trajectoire budgétaire**, et notamment sur la capacité de la France à stabiliser le ratio de dette sur PIB, **qui inquiète les investisseurs**.

Dans ce contexte, la **proposition d'annulation de la part de la dette de l'État détenue par la Banque de France pour le compte de la BCE fait figure d'épouvantail**, dans la mesure où elle signalerait une absence d'engagement sur la trajectoire budgétaire.

La proposition d'annulation de la part de la dette de l'État détenue par la Banque de France est « ***illégale, dangereuse et inutile*** ».

Source : Emmanuel Moulin, Gouverneur de la Banque de France

Cette analyse est partagée par Anne-Laure Kiechel, qui considère que « ***la polémique sur l'annulation ou le gel de la dette publique française détenue par la Banque de France est typiquement de nature à contribuer à tendre les taux davantage*** »1.

Depuis septembre 2026, plusieurs éléments se sont ainsi combinés pour **faire monter très rapidement les taux et approcher puis dépasser le seuil de 5 %** :

- l'incertitude croissante à l'approche de la présidentielle ;
- la perception de la persistance d'une situation de blocage politique et parlementaire ;
- l'absence de redressement des comptes publics avec une nouvelle année présentée à 5 % de déficit, après 5,1 % en 2025 et sans doute 5,4 % en 2026.

E. UNE BASE D'INVESTISSEURS DIVERSIFIÉE QUI CONTINUE DE CONSTITUER UN ATOUT POUR LA GESTION DE LA DETTE DE L'ÉTAT

S'agissant des **investisseurs non-résidents**, les enquêtes mettent en avant **trois enseignements majeurs** :

- d'une part, **la typologie d'investisseurs dans la dette française est stable** et n'évolue que progressivement dans le temps ;
- d'autre part, **près de trois quarts de ces investisseurs viennent de la zone euro ;**
- enfin, **ce sont les politiques d'achat de titres de dette publique par l'Eurosystème**, instrument de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, **qui expliquent majoritairement la modification de la structure**

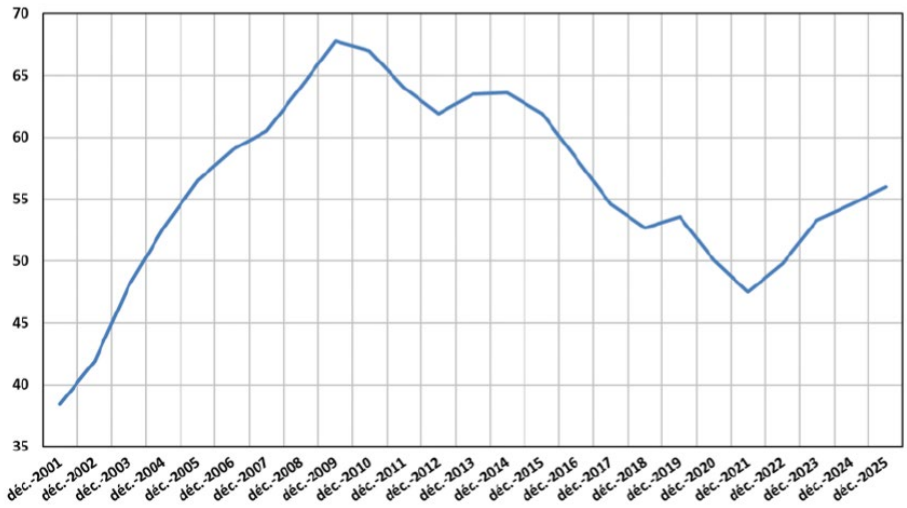
1 Source : réponses d'Anne-Laure Kiechel aux questions du rapporteur spécial.

des investisseurs depuis 2015 : ces programmes sont mis en œuvre par la Banque de France qui est comptabilisée comme résidente.

Au total, la diversité de la base d'investisseurs de la France apparaît une nouvelle fois comme un **facteur majeur de résilience pour le financement de l'État**. Ainsi que l'avait souligné le rapport de contrôle sur la détention de la dette de l'État du rapporteur spécial, **cette diversité permet d'absorber les modifications de comportement de telle ou telle catégorie d'investisseurs sans risque pour le financement de l'État**[1].

Part des investisseurs non-résidents dans la dette négociable de l'État

(en pourcentages)



Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

II. LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT DEVRAIT DOUBLER D'ICI 2030

A. UN NOUVEAU PROGRAMME DE FINANCEMENT RECORD, À 340 MILLIARDS D'EUROS, ALORS QUE LA DETTE DE L'ÉTAT APPROCHE 2 900 MILLIARDS D'EUROS

Pour 2027, le besoin de financement de l'État s'établit à **339,7 milliards d'euros**, en hausse de + 28,0 milliards d'euros par rapport à 2026.

L'augmentation de ce besoin est pour les deux tiers portée par les **amortissements de titres de moyen et long terme, qui croissent de**

[1] *Rapport d'information n° 902 (2024-2025) de M. Albéric de MONTGOLFIER, fait au nom de la commission des finances, sur les enjeux associés à la structure de détention de la dette de l'État, septembre 2025.*

+ 19,4 milliards d'euros, pour atteindre 189,2 milliards d'euros (contre 169,8 milliards d'euros en 2026).

Quant au déficit inscrit au tableau de financement de l'État pour 2027, celui-ci s'élève à 156,4 milliards d'euros (contre 137,2 milliards d'euros pour 2026). Une fois les opérations budgétaires sans impact en trésorerie retraitées, le déficit à financer diminue de - 6,5 milliards d'euros.

Les ressources de financement proviennent quasi intégralement des **émissions nouvelles de dette à moyen et long termes nettes des rachats, pour 340,0 milliards d'euros**.

À fin septembre 2026, l'encours de la dette négociable de l'État s'élevait déjà à 2 896 milliards d'euros. Quant à la **dette publique** (toutes administrations publiques confondues), elle s'établissait à **3 595,5 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2026, soit 119,0 % du PIB**.

119 %

C'est le niveau de ratio de dette publique par rapport au PIB

Source : Insee

Comme le souligne la Société Générale, le programme de financement 2027 est « ***historiquement élevé pour la France et pose un certain nombre d'enjeux*** » concernant :

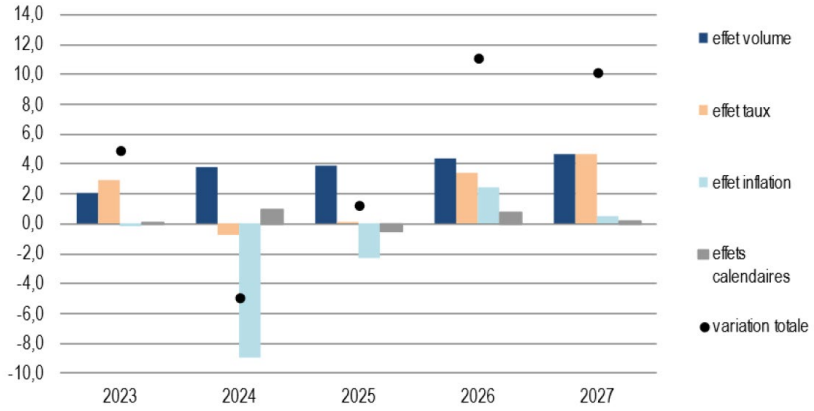
- **la profondeur maximale du marché par adjudication ;**
- **le risque d'exécution** qui s'accroît ;
- **la performance des obligations assimilables du Trésor (OAT) dans le marché.**

B. UNE CHARGE DE LA DETTE QUI DEVIENT LE PREMIER POSTE DE DÉPENSES DU BUDGET DE L'ÉTAT, UN RISQUE DE CRISE DE LA DETTE QUI NE PEUT ÊTRE ÉCARTÉ

En comptabilité budgétaire, la charge de la dette de l'État devrait connaître une **croissance spectaculaire de + 23,9 % en 2026, à 71,9 milliards d'euros**, contre 58,0 milliards d'euros en loi de finances initiale pour 2026 (61,6 milliards d'euros en révisé 2026), soit une augmentation de **+ 13,9 milliards d'euros par rapport à la LFI 2026** (+ 10,3 milliards d'euros par rapport au révisé 2026).

Décomposition de l'évolution de la charge budgétaire de la dette négociable de l'État entre 2023 et 2027

(en milliards d'euros)



Source : Projet annuel de performances « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2027

De fait, au regard de la situation budgétaire et politique de la France, un scénario de crise de la dette ne peut plus aujourd'hui être écarté. Certes, à ce stade, la situation financière de notre pays est d'abord une **situation de « nœud coulant » de la dette**, avec un **alourdissement de la charge d'intérêt** qui réduit progressivement les marges de manœuvre budgétaires. Néanmoins, **le risque existe d'un emballement sur les marchés obligataires en cas de crise de confiance des investisseurs** dans le redressement de la trajectoire de déficit.

*« La situation actuelle n'est pas une situation de crise de la dette mais **une situation de besoin d'ajustement budgétaire pour stabiliser le ratio de dette sur PIB avant de le placer sur une trajectoire décroissante.** »*

Source : Banque de France

À l'inverse, **une situation de crise survient en théorie lorsque le marché anticipe l'incapacité du gouvernement à ajuster le solde budgétaire pour stabiliser le ratio de dette**. Une telle situation peut faire monter les taux à un niveau tel que l'effort nécessaire à la stabilisation deviendrait irréaliste.

Les facteurs de déclenchement d'une crise de confiance peuvent correspondre à :

- **une incapacité à inverser la trajectoire du déficit et de la dette vers la cible annoncée**, le risque étant que les marchés concluent qu'ils ne reviendront jamais ;

- **un blocage institutionnel et une incapacité durable à voter les budgets ;**

- **une remise en cause des engagements européens.**

Réunie le 4 novembre 2026, sous la présidence de M. Thierry Cozic, président, la commission des finances a décidé de proposer au Sénat l'adoption des crédits de la mission « Engagements financiers de l'État » tels que modifiés par un amendement de crédits minorant ses crédits de 8,5 milliards d'euros (amendement de sincérisation comptable). Par ailleurs, la commission des finances a proposé l'adoption, sans modification, des crédits des comptes de concours financiers « Accords monétaires internationaux » et « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics ».

Réunie à nouveau le jeudi 19 novembre 2026, sous la présidence de M. Thierry Cozic, président, la commission a confirmé définitivement ses votes émis sur toutes les missions, tous les budgets annexes, tous les comptes spéciaux et les articles rattachés aux missions, ainsi que les amendements qu'elle a adoptés, à l'exception des votes émis pour les missions « Action extérieure de l'État », « Aide publique au développement », « Crédits non répartis », « Cohésion des territoires », « Culture », « Sécurités », « Travail, emploi et administration des ministères sociaux », ainsi que les comptes spéciaux et articles qui s'y rattachent.

L'article 49 de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF) fixe au 10 octobre la date limite pour le retour des réponses aux questionnaires budgétaires.

À cette date, le rapporteur spécial avait reçu 100 % des réponses s'agissant de la mission « Engagements financiers de l'État » et du compte de concours financiers « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics ».

PREMIÈRE PARTIE
LA MISSION « ENGAGEMENTS FINANCIERS DE L'ÉTAT »

La mission « Engagements financiers de l'État » se compose, dans le PLF 2027, de huit programmes, soit un programme supplémentaire par rapport à la loi de finances initiale pour 2026, correspondant au **financement du programme du nouveau nucléaire français**.

Six programmes sur huit sont dotés de crédits dans le cadre du PLF :

- le **programme 117 « Charge de la dette et trésorerie de l'État »**, dont 98 % des crédits sont alloués au **paiement des intérêts de la dette**. Ce programme doit permettre de répondre à deux objectifs : garantir la solvabilité de l'État en lui permettant d'honorer ses engagements financiers dans les conditions les moins onéreuses et les plus sûres possibles ; s'assurer que le compte de l'État à la Banque de France, « le compte unique du Trésor », est créditeur à la fin de chaque journée[1] ;

- le **programme 114 « Appels en garantie de l'État »**, qui retrace les **crédits destinés à couvrir les appels des garanties octroyées par l'État**. L'État garantit principalement des dettes émises par des tiers, soit pour leur permettre de bénéficier de conditions de financement plus favorables, soit pour les garantir sur un engagement qu'ils ont pris pour le compte de l'État. Le programme retrace en particulier les **crédits engagés dans le cadre de la provision sur les prêts garantis par l'État (PGE)** ;

- le **programme 145 « Épargne »**, qui est **destiné à soutenir le secteur du logement et de l'accession à la propriété**. Il se distingue toutefois par le **poids des 32 dépenses fiscales qui lui sont rattachées**, dont le coût est **plus de 80 fois supérieur aux crédits ouverts sur ce programme** (6,9 milliards d'euros de dépenses fiscales contre 84,1 millions d'euros de crédits budgétaires) ;

- le **programme 344 « Fonds de soutien relatif aux prêts et contrats financiers structurés à risque »**, qui vise à **soutenir les collectivités territoriales ayant souscrit aux prêts structurés à risque ou « prêts toxiques »**. Créé par l'article 92 de la loi de finances pour 2014[2], il intervient de trois manières : en apportant une aide au remboursement anticipé des

---

[1] *L'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne dispose qu'il* « est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées « banques centrales nationales », d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite ». *Concrètement, la Banque de France ayant l'interdiction d'autoriser l'État à être en découvert, le compte unique du Trésor doit toujours être positif en fin de journée.*

[2] *Article 92 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014*.

emprunts[1], en prenant en charge une partie des intérêts dus sur les échéances dégradées (15 % des collectivités territoriales aidées) et en apportant une aide à la gestion de l'encours ;

- le **programme 355 « Charge de la dette de SNCF Réseau reprise par l'État »**, qui porte les **charges d'intérêt résultant de la reprise de dette de SNCF Réseau par l'État** à hauteur de 25 milliards d'euros en 2020 et 10 milliards d'euros en 2022, **à la suite de la réforme du système ferroviaire décidée en 2018**. Ce programme permet de suivre la charge induite par cette dette sur le budget de l'État ;

- le **nouveau programme 387 « Soutien financier au nouveau nucléaire français »**, qui a vocation à **porter les crédits budgétaires relatifs aux mesures de soutien public du programme industriel « Nouveau Nucléaire Français » (NNF)** visant la construction par Électricité de France (EDF) de **six nouveaux réacteurs nucléaires EPR2**, correspondant à **trois volets distincts** : un **prêt bonifié**, un **contrat pour différence** et le **partage des risques entre EDF et l'État[2]**. Pour 2027, ce nouveau programme est doté de **137,8 millions d'euros en AE et en CP**.

En revanche, comme les années précédentes, le **programme 338 « Augmentation de capital de la Banque européenne d'investissement »,** qui est le support budgétaire de la participation de la France à l'augmentation du capital de la Banque européenne d'investissement, **n'est pas doté de crédits pour l'année 2027**. De même, le **programme 336 « Dotation du mécanisme européen de stabilité »**, qui constitue le support de la contribution française au capital du Mécanisme européen de stabilité (MES)[3], **n'est pas doté de crédits pour l'année prochaine**. Ces deux programmes n'appelleront donc pas de commentaire particulier de la part du rapporteur spécial.

Dans le cadre du PLF 2027, **les crédits demandés pour la mission présentent une nouvelle augmentation spectaculaire, de plus de 23 %, s'élevant à des niveaux records** aussi bien en AE qu'en CP :

- **74,3 milliards d'euros en AE, soit + 23,46 %** par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2026, représentant une **hausse massive en un an de + 14,1 milliards d'euros** ;

---

[1] L'aide au remboursement est apportée dans la limite d'un taux maximal de 75 % des indemnités de remboursement anticipé, auquel s'ajoute un taux complémentaire maximal de 5 % pour les situations les plus graves.

[2] Les dispositions relatives à ces différents mécanismes sont portées aux articles 81 et 82 du PLF 2027.

[3] Le MES est une institution financière internationale créée en octobre 2022, à laquelle sont parties l'ensemble des États membres de la zone euro. En vertu de son traité fondateur signé le 2 février 20212, le MES s'attache à préserver la stabilité financière de la zone euro et de ses États membres, en particulier à travers la fourniture d'une assistance financière aux États de la zone euro confrontés à des difficultés financières.

- **74,5 milliards d'euros en CP, soit une évolution analogue de + 23,38** % par rapport à la LFI 2026, représentant également **+ 14,1 milliards d'euros**.

Cette augmentation record des crédits de la mission s'explique essentiellement par **les nouveaux sommets atteints par la charge de la dette de l'État, à 71,9 milliards d'euros (en AE et en CP)**, contre 58,0 milliards d'euros en LFI 2026, **soit une hausse de + 23,9** %, représentant **+ 13,9 milliards d'euros**.

Ainsi, hors CAS Pensions et Remboursements et dégrèvements, les crédits de la mission « Engagements financiers de l'État » deviennent, pour 2027, le **premier poste de dépenses du budget de l'État en crédits de paiement**, avec un **poids supérieur de 10 % aux crédits de la mission « Enseignement scolaire »** (65,5 milliards d'euros) **ou** « Défense » (63,4 milliards d'euros).

I. L'ALOURDISSEMENT DE LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT FAIT DÉSORMAIS CRAINDRE UN EFFET BOULE DE NEIGE

A. LE PROGRAMME DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT DEVRAIT ATTEINDRE UN NOUVEAU RECORD EN 2027, À 340 MILLIARDS D'EUROS, DANS UN CONTEXTE DE FORTE REMONTÉE DES TAUX D'INTÉRÊT

1. Si l'exécution du programme de financement ne révèle pas de difficulté particulière en termes de souscription, les taux d'intérêt pratiqués figurent désormais parmi les plus élevés de la zone euro

a) Une exécution 2026 en ligne avec le programme de financement prévu dans le cadre de la loi de finances pour 2026

En dépit du durcissement des conditions de financement (voir *infra*), la dette française reste liquide et attractive.

Ainsi que le souligne l'Agence France Trésor (AFT), chargée de la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État, **le taux de couverture est resté élevé avec un volume demandé proche du triple du volume émis**. Dans ces conditions, le programme de financement s'effectue normalement, avec un **niveau de réalisation en ligne avec les années précédentes** en dépit de l'incertitude et de la volatilité depuis le début d'année.

Exécution du programme de financement de l'État en 2026 (à date)

(émissions de dette en milliards d'euros)

2026	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin	Juilt	Août	Sep	Oct	Nov	Dec	Total 2026	Total 2025
2 ans	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			**3,7**	**3,5**
3 - 4 ans	5,3	6,3	6,4	5,2	7,7	4,0	4,0	3,5	2,4	0,0			**44,8**	**50,7**
5 ans	2,5	7,2	4,2	8,8	7,3	7,3	8,8	10,1	10,6	8,1			**74,9**	**76,5**
6 - 8 ans	2,0	0,0	1,8	6,1	3,2	2,7	2,8	2,7	0,0	3,9			**25,2**	**23,7**
10 ans	10,5	13,1	9,2	16,2	8,1	11,2	11,3	10,6	15,3	12,8			**118,3**	**105,2**
15 - 25 ans	12,7	2,9	4,3	3,1	4,4	1,7	4,4	2,0	2,2	2,8			**40,5**	**37,9**
30 - 50 ans	1,2	8,0	0,0	0,0	1,9	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0			**12,2**	**26,9**
i/€i	1,8	1,6	1,4	2,1	2,0	1,3	1,8	1,4	2,5	1,3			**17,2**	**23,3**
émissions brutes	39,7	39,1	27,3	41,5	34,6	29,3	33,2	30,3	33,0	28,9			**336,8**	**347,7**
Rachats	-0,2	-1,3	-1,6	-0,8	-3,3	-8,2	-8,5	-7,4	-16,3	-3,2			-50,7	-47,7
émissions nettes	39,5	37,8	25,7	40,7	31,3	21,1	24,6	22,9	16,8	25,7			**286,2**	**300,0**
% du programme de financement	12,7%	12,2%	8,3%	13,1%	10,1%	6,8%	8,0%	7,4%	5,4%	8,3%			92,3%	100,0%
% en 2025	13,1%	12,8%	10,5%	11,3%	10,1%	7,0%	7,9%	5,7%	6,2%	8,1%				

Source : réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial

Pour 2026, le programme de financement à moyen et long terme net des rachats s'établit à 310 milliards d'euros, conformément à la loi de finances du 19 février 2026. Au 19 octobre 2026, **286,2 milliards d'euros d'émissions nettes des rachats ont été réalisées**, soit un **taux de d'avancement de 92,3 %, en ligne avec les années précédentes**.

L'AFT relève ainsi « ***la capacité de la France à se financer sans difficulté en dépit de l'incertitude géopolitique et économique*** »[1]. Dans le détail, l'avancement du programme d'émissions 2026 permet de tirer plusieurs enseignements ;

- en premier lieu, **la maturité moyenne à l'émission en 2026 poursuit sa tendance légèrement baissière entamée en 2024** (10,1 ans à fin août 2026). En effet, en période de hausse des taux, et d'incertitude sur les marchés obligataires, **les investisseurs ont tendance à rechercher des maturités moins longues** (même si l'évolution reste mesurée) ;

- en deuxième lieu, **la répartition des émissions reflète l'évolution des comportements d'épargne**. Depuis début 2026, les épargnants français ont eu tendance à privilégier les produits d'assurance-vie à l'épargne réglementée, dont le livret A. Ainsi, **les maturités de 10 à 20 ans particulièrement recherchées par les gestionnaires d'assurance-vie ont déjà atteint fin septembre 2026 leur niveau total de 2025**, au détriment des obligations indexées recherchées par les gestionnaires d'épargne réglementée qui apparaissent en retrait (5 % des émissions depuis le début d'année). L'AFT note cependant que « ***ce mouvement pourrait s'inverser en cas de réépargne sur les livrets réglementés (par exemple en cas de hausse du taux du livret A)*** » ;

- en troisième lieu, **les maturités très longues (plus de 30 ans) ont historiquement moins de profondeur de marché car elles s'adressent à des investisseurs spécifiques** (assureurs, fonds de pension) **et certaines réformes**, comme celle récente des fonds de pension néerlandais, **peuvent impacter la demande agrégée**. Ainsi, la France a moins émis sur les maturités 30 à 50 ans en 2026 qu'en 2025 mais toujours plus qu'avant 2016 où la demande structurelle était beaucoup plus limitée.

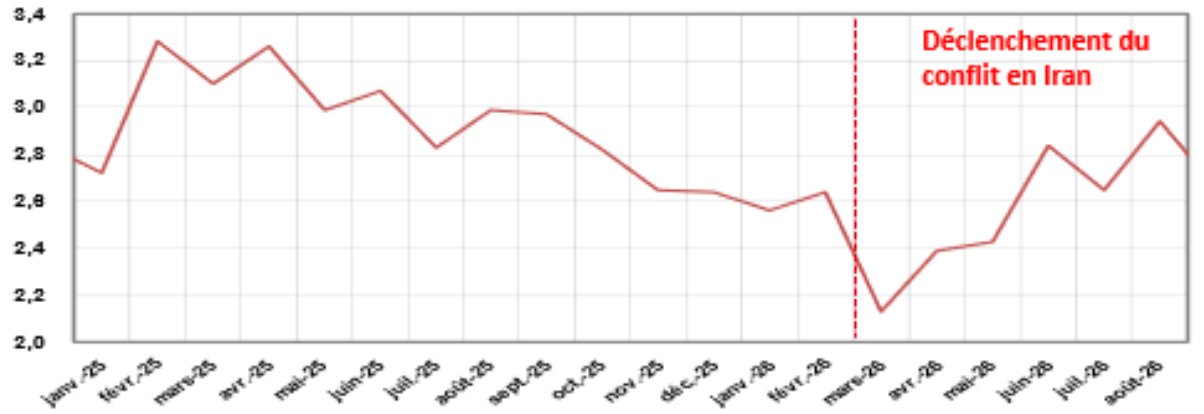
Ainsi, la France se finance sans aucune difficulté en termes de couverture des émissions de dette. Comme le note l'AFT, « ***la politique d'émission de l'État - régulière, transparente et flexible - permet de faire face au contexte d'incertitude des derniers mois*** »[2]. De fait, depuis le début de l'année 2026, **la demande de titres d'État a été 3,5 fois supérieure à l'offre sur les émissions à court terme et 2,5 fois supérieure à l'offre sur les émissions à moyen et long terme**. Si le taux de couverture a fléchi, comme pour l'ensemble des pays émetteurs, lors des premières semaines après le déclenchement du conflit en Iran car les investisseurs adoptaient une attitude

[1] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*
[2] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

attentiste face à la volatilité des marchés, celui-ci est revenu dès la fin du premier semestre 2026 aux niveaux historiquement hauts de 2025, illustrant l'attractivité et la résilience de la dette française.

Taux de couverture des adjudications de titres de moyen et long terme

(en multiple par rapport à l'offre de titres)



Note de lecture : en septembre 2026, le taux de couverture des adjudications de titres de moyen et long terme s'élève à 2,8 fois l'offre de titres. En d'autres termes, la demande de titres représente 2,8 l'offre.

Source : réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial

Si les émissions réalisées par l'AFT depuis le début de l'année 2026 témoignent de la solidité de la demande pour la dette française, **ces titres ont été émis à des conditions plus onéreuses** : les taux d'intérêt de la France se sont en effet davantage dégradés que ceux de ses voisins européens et **notre pays est aujourd'hui l'État membre de la zone euro qui emprunte le plus cher**. Pour autant, l'AFT relève que « ***la maturité de la dette (8,5 ans) protège contre les variations de taux qui n'impactent la charge de la dette que progressivement et préserve la cohérence de la copie budgétaire*** »[1] : une **hausse de + 100 points de base** par rapport aux hypothèses du projet de loi de finances (soit un taux à trois mois à 4 % et un taux à 10 ans à 5,3 %, ce qui n'est pas la situation actuelle) se traduirait par un **impact en 2027 d'un peu plus de 3 milliards d'euros environ** (soit un impact limité au regard du niveau du stock de dette).

Quant à la Banque de France, celle-ci observe depuis le début de l'année 2026 un **recul des « surenchères »**, mesurées par l'écart entre le rendement observé sur le marché secondaire à la clôture de l'opération d'adjudication (« *cut-off* ») et le rendement moyen à l'émission, ainsi qu'une **hausse de la dispersion des offres des acheteurs** (« *tails* »).

[1] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

Pour la Banque de France, cette **dégradation limitée des indicateurs de demande des Spécialistes en Valeurs du Trésor** (SVT) s'explique par une « ***normalisation structurelle du marché primaire*** »[1], marquée par plusieurs éléments :

- la **recomposition structurelle du marché primaire français** : la fin de la politique d'assouplissement quantitatif (« *Quantitative Easing* ») de la Banque centrale européenne (BCE) a entrainé une **normalisation de la demande**, les SVT absorbant la demande supplémentaire ;

- la **réduction de la concurrence entre les SVT**, plusieurs acteurs de marché indiquant un coût élevé associé au statut de SVT au regard de la probabilité d'obtenir des mandats de syndication, plus intéressants pour les banques (plus un SVT a un poids important lors des adjudications, plus il a de chances d'être sélectionné comme chef de file lors des syndications par l'AFT) ;

- la **hausse de l'offre moyenne de titres par adjudication**, avec **13,5 milliards d'euros en 2026** contre 12 milliards d'euros en 2025.

b) Un programme de financement qui s'accroît principalement du fait de l'augmentation des remboursements de dette passée arrivant à échéance

Chaque année, le programme de financement de l'État doit couvrir :

- d'une part, **les amortissements (remboursements) correspondant à la dette passée qui arrive à échéance** ;

- d'autre part, **le déficit budgétaire à financer de l'année en cours**, c'est-à-dire la nouvelle dette.

Comme le relève l'AFT, « *alors que l'encours moyen de la dette de l'État est de 8,5 ans,* ***les émissions réalisées au cours des dernières années, notamment pour faire face aux chocs successifs de la crise sanitaire et de la crise énergétique, arrivent progressivement à maturité*** »[2]. Dans ces conditions, **les volumes de dette à refinancer augmentent donc mécaniquement**. Ainsi, **entre 2026 et 2027, les deux tiers de la hausse du besoin de financement sont liés à la hausse de l'amortissement de dette passée**.

Au 31 août 2026, **l'échéancier annuel de la dette négociable d'État jusqu'en 2037 présente de fait des montants de remboursements massifs**, avec un **pic à 293,2 milliards d'euros en 2029**, ce qui pourrait se traduire par un **besoin de financement total (incluant le déficit budgétaire à financer) record de l'ordre de 450 milliards d'euros**, qui devra être placé sur les marchés obligataires à des taux d'intérêt plus élevés que dans la période récente.

---

[1] *Réponses de la Banque de France aux questions du rapporteur spécial.*

[2] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

Échéancier annuel de la dette négociable de l'État jusqu'en 2037

(en milliards d'euros)

Année d'échéance	Encours incluant le capital indexé des obligations indexées sur l'inflation
2027	196,2
2028	249,7
2029	293,2
2030	215,8
2031	208,6
2032	209,2
2033	113,8
2034	132,1
2035	151,5

Note : pour chaque année N, les amortissements à horizon des années N+ 1 et N+ 2 sont susceptibles d'être réduits par les rachats de dette si les émissions brutes de l'année N dépassent le niveau cible du programme d'émission à moyen et long terme. Enfin, les amortissements à horizon des années N+ 3 et au-delà sont appelés à augmenter du fait des nouvelles émissions de dette.

Source : réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial

Alors que les remboursements de dette vont mécaniquement croître dans les années à venir, **seule la réduction du déficit budgétaire peut permettre de contenir les besoins de financement de l'État**.

À l'inverse, l'AFT observe que « ***l'absence de réduction du déficit budgétaire conduirait à maintenir des programmes de financement très élevés pendant plusieurs années****, alors même que la concurrence entre émetteurs s'intensifie et que les niveaux actuels ont déjà un* ***coût massif sur les conditions de financement*** »[1].

[1] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

2. Un contexte de remontée généralisée des taux d'intérêt souverains depuis le début de l'année 2026

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 l'objectif de 2 % de la banque centrale, tandis que la croissance se montrait résiliente, avec des situations nationales contrastées. Dans ces conditions, **les anticipations de marchés tablaient à la quasi-unanimité sur un maintien des taux directeurs tout au long de l'année de 2026**. **Au 1er janvier 2026**, le taux allemand à 10 ans s'élevait à 2,88 %, **le taux français à 3,58 % (+ 70 points de base par rapport au Bund allemand)**, le taux italien à 3,54 % (+ 66 points de base) et le taux espagnol à 3,30 % (+ 42 points de base).

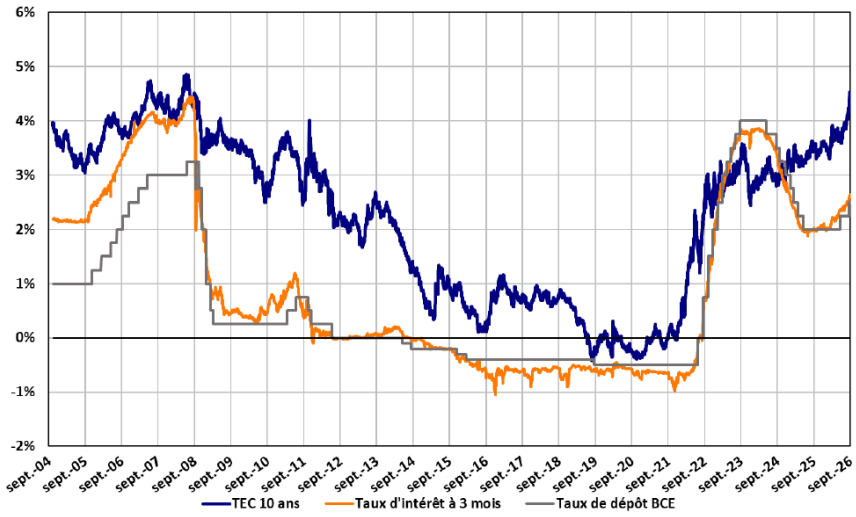
Le déclenchement fin février de la **guerre au Moyen-Orient entre les États-Unis et l'Iran** et les **tensions autour du détroit d'Ormuz** ont provoqué une **hausse progressive et continue des prix du pétrole, entraînant une augmentation des anticipations d'inflation et donc des taux directeurs de la BCE**. Comme le note l'AFT, « *les rendements de long terme évoluant en lien étroit avec les anticipations de taux,* ***ces derniers [rendements de long terme] se sont mécaniquement inscrits en hausse et les spreads [écarts de taux par rapport à un taux de référence] se sont écartés entre pays, conformément à la hiérarchie des crédits*** »[1]. Ainsi, **fin mars**, le taux allemand à 10 ans oscillait entre 3,0 % et 3,1 %, les taux espagnols traitaient environ + 50 points de base au-dessus, **les taux français entre + 70 points de base et + 75 points de base**, et les taux italiens près de + 100 points de base.

Les *spreads* ont continué de s'écarter pendant l'été pour culminer à + 140 points de base pour la France à fin septembre.

[1] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

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

(en pourcentage)



Note : données au 22 septembre 2026. L'indice quotidien TEC 10 ans (taux de l'échéance constante à 10 ans) représente le taux de rendement actuariel d'une obligation assimilable du Trésor (OAT) fictive d'échéance exactement égale à 10 ans. Le taux BTF 3 mois désigne le taux d'intérêt portant sur les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté d'une maturité de 3 mois. Le taux de dépôt BCE correspond au taux de la facilité de dépôt de la Banque centrale européenne.

Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

L'écart entre les taux d'intérêt de la France et des autres pays européens s'explique par plusieurs facteurs :

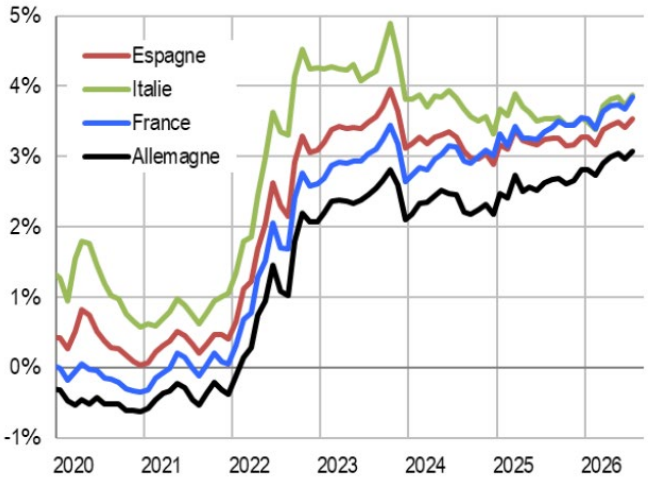
- en premier lieu, **les tensions sur les conditions de financement de la France relèvent d'un phénomène mondial qui touche l'ensemble des pays**. Même si ces niveaux de taux élevés correspondent en grande partie à une normalisation après une période exceptionnelle de taux bas, ils s'appliquent désormais à une **dette beaucoup plus importante** ;

- en deuxième lieu, **dans les périodes de correction obligataire générale, les pays ayant les rendements déjà les plus élevés s'écartent davantage –** c'est le cas de la France et de l'Italie.

- enfin, **l'attention des investisseurs se porte particulièrement sur les niveaux élevés de dette et de déficit en France**.

Taux d'intérêt souverains à 10 ans de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne et de l'Italie

(en pourcentage)

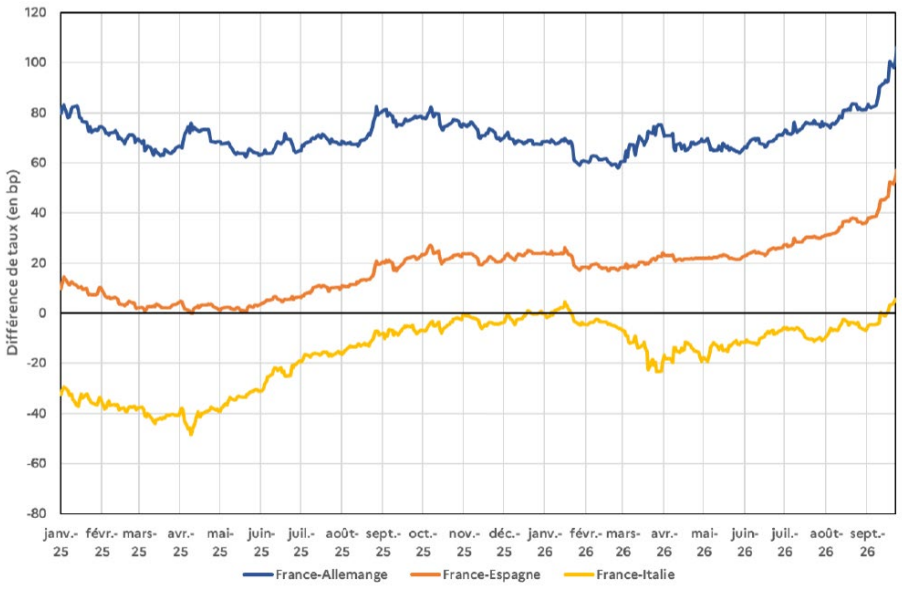


Note : données à fin août 2026.

Source : Projet annuel de performances « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2027

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

(en points de base)



Note : données au 22 septembre 2026.

Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

Analyse des principaux facteurs explicatifs de la hausse des taux d'intérêt souverains depuis début 2026

Les trois principaux facteurs explicatifs de la hausse des taux d'intérêt souverains aux États-Unis et plus généralement dans le monde depuis début 2026 sont les suivants :

- **les pressions inflationnistes**, dues en partie à une augmentation de l'incertitude et aux conséquences de la guerre en Iran : les investisseurs exigent une rémunération plus élevée pour se prémunir contre le risque d'une inflation élevée persistante, susceptible de maintenir les taux d'intérêt à court terme à un niveau élevé ;

- **la concurrence des besoins en financement privé** qui augmentent sous l'effet de la course à l'investissement engagée par les grands groupes technologiques pour bâtir les centres de données nécessaires au développement de l'intelligence artificielle ;

- **l'accroissement du déficit budgétaire et l'accumulation de dette publique**.

Source : commission des finances, d'après les réponses de l'AFT et d'Anne-Laure Kiechel aux questions du rapporteur spécial

Suivant l'analyse de la Banque de France, « *une façon simple d'apprécier l'importance respective des facteurs internationaux et nationaux consiste à* ***approximer les facteurs nationaux par le spread de taux OAT−Bund*** *et* ***[à approximer] les facteurs internationaux par l'évolution des taux à 10 ans sur les obligations allemandes*** »[1] :

- **s'agissant des facteurs internationaux** : les taux d'intérêt à 10 ans sur les obligations du gouvernement allemand sont passées d'environ 2,8 % en début d'année 2026 à environ 3,5 % le 12 octobre, soit une **hausse d'environ 70 points de base**.

- **concernant les facteurs nationaux** : le *spread* OAT-Bund est passé d'environ 70 points de base en début d'année 2026 à environ 140 points de base le 12 octobre, soit une **hausse également d'environ 70 points de base**.

Ainsi, la Banque de France observe que « ***les deux facteurs, nationaux et internationaux, ont donc contribué avec une importance similaire à la hausse des taux longs français depuis le début de l'année.*** »[2]

Au titre des facteurs spécifiquement nationaux, l'agence de notation Standard & Poor's observe que « *la France apparaît davantage exposée que certains de ses pairs européens en raison de la* ***combinaison d'un niveau d'endettement élevé et d'un déficit primaire plus important*** *que celui d'autres grands souverains de la zone euro tels que l'Italie ou l'Espagne.* ***Surtout, s'ajoute un contexte politique perçu comme plus incertain****, ce qui peut conduire les investisseurs à exiger une rémunération supplémentaire pour détenir de la dette française.* »[3]

[1] *Réponses de la Banque de France aux questions du rapporteur spécial.*
[2] *Ibid.*
[3] *Réponses de Standard & Poor's aux questions du rapporteur spécial.*

Pour Standard & Poor's, « ***la combinaison d'une trajectoire budgétaire dégradée et d'incertitudes politiques accrues à l'approche de l'élection présidentielle contribue à la perception d'une vulnérabilité relative plus élevée****, ce qui peut peser sur la demande des investisseurs et conduire à des coûts de financement supérieurs* »[1]. Néanmoins, l'agence de notation relève que **le taux de souscription (soit le taux de couverture des adjudications) sur les OAT à 10 ans ne semble pas s'être significativement détérioré** (voir *supra*), indiquant que la France garde accès à des liquidités.

D'après l'AFT, l'attention des investisseurs se porte pour l'instant « ***davantage sur les échéances budgétaires que sur les échéances électorales*** »[2]. La situation française contraste en effet avec celle d'autres pays européens, notamment les pays dits « du Sud », dont les ratios dette/PIB demeurent élevés mais en réduction rapide avec un contrôle de leur déficit sur longue période. Selon l'AFT, cette trajectoire de réduction plus incertaine, entraîne « ***une perception plus négative de la qualité institutionnelle, historiquement vue comme une grande force de la France*** ».

3. Les taux d'intérêt sur les titres de dette française à long terme devraient désormais s'établir durablement dans les prochaines années à plus de 4 %

La prévision de charge de la dette de l'État dans le cadre du PLF 2027 s'appuie sur le **scénario de taux d'intérêt** suivant :

- sous l'effet du relèvement des prévisions d'inflation et de la hausse des taux directeurs de la BCE, il est fait l'hypothèse d'une **augmentation des taux à trois mois à 3,0 % fin 2026, qui se stabiliseraient à ce niveau à fin 2027 et au-delà** ;

- dans un contexte de resserrement quantitatif, **le scénario retient l'hypothèse de taux longs qui continueraient à croître : le taux à 10 ans s'élèverait alors à 4,2 % fin 2026 et à 4,3 % fin 2027 avant de se stabiliser à ce niveau**.

À cet égard, **il convient de souligner la sensibilité de la trajectoire de la dette de l'État à un choc sur les taux** (sensibilité supérieure à celle à un choc sur le déficit, au regard de l'importance du stock de dette).

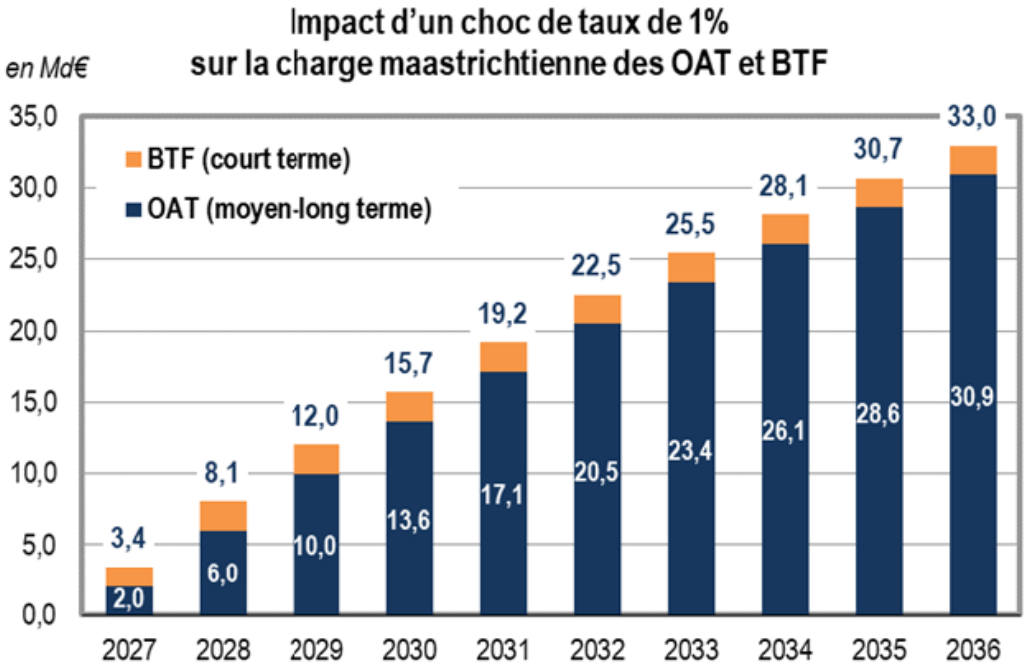
---

[1] *Réponses de Standard & Poor's aux questions du rapporteur spécial.*

[2] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

Impact sur la charge de la dette d'un choc sur les taux de 1 %

(en milliards d'euros)



Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

Selon les estimations de l'Agence France Trésor, l'effet d'un **choc de taux pérenne de + 1 point (+ 100 points de base) par rapport au scénario de référence**, sur l'ensemble de la courbe de taux, entraînerait une **hausse de la charge de la dette de :**

- 3,4 milliards d'euros à 1 an (1,4 milliard d'euros pour les taux à court terme et 2,0 milliards d'euros pour les taux à moyen-long terme) **;**

- 22,5 milliards d'euros à 5 ans (2,0 milliards d'euros pour les taux à court terme et 20,5 milliards d'euros pour les taux à moyen-long terme) ;

- **33,0 milliards d'euros à 9 ans** (2,1 milliards d'euros pour les taux à court terme et 30,9 milliards d'euros pour les taux à moyen-long terme).

Auditionné par la commission des finances le 20 octobre 2026, le directeur général de l'AFT, Antoine Deruennes, a souligné que **le poids budgétaire de taux d'intérêt atteignant 5 % pour l'OAT à 10 ans était exacerbé par la situation dégradée des finances publiques** en termes de niveau d'endettement et de déficit : « ***Si l'on regarde l'historique, le taux de 5 % n'a rien d'exceptionnel : c'est celui auquel nous nous financions au début des années 2000*** *(…)* ***Deux choses ont toutefois changé****. D'une part,* ***notre taux d'endettement est aujourd'hui significativement plus élevé qu'au début des années 2000*** *(…) D'autre part,* ***si les taux allemands ont eux aussi augmenté, l'écart avec l'Allemagne s'est creusé, à environ 140 points de base*** *(…) Pourquoi ?* ***L'endettement n'est pas qu'une question de stock : les prêteurs regardent l'endettement de demain, qui dépend non seulement du stock mais aussi de son évolution, c'est-à-dire du déficit****. Or notre déficit, proche de 5,4 % en 2026, est plus élevé que celui d'autres pays : c'est lui, en plus de la dette, qui renchérit nos coûts de financement.* »[1]

4. Une double incertitude budgétaire et politique qui affecte la crédibilité de la signature française

De manière générale, les élections peuvent influencer les rendements souverains lorsqu'elles modifient les **anticipations des investisseurs concernant les perspectives budgétaires, économiques ou institutionnelles du pays**.

Dans le cas français, **c'est surtout l'incertitude sur la trajectoire budgétaire**, et notamment sur la capacité de la France à stabiliser le ratio de dette sur PIB, **qui inquiète les investisseurs**. Dans ce contexte, **la proposition d'annulation de la part de la dette de l'État détenue par la Banque de France pour le compte de la BCE fait figure d'épouvantail**, dans la mesure où elle signalerait une absence d'engagement sur la trajectoire budgétaire. À cet égard, le Gouverneur de la Banque de France, Emmanuel Moulin, a déclaré qu'une telle proposition était « ***illégale, dangereuse et inutile*** »[2].

---

[1] *Audition de M. Antoine Deruennes, directeur général de l'AFT, sur la stratégie de financement de la dette publique, le mardi 20 octobre 2026.*

[2] *Interview d'Emmanuel Moulin sur la radio RTL, le 11 septembre 2026.*

L'analyse de la Banque de France concernant la proposition d'annulation de la part de la dette de l'État détenue par celle-ci pour le compte de la BCE

Pour la Banque de France, le projet d'annulation de la dette de l'État détenue par celle-ci pour le compte de la BCE est à la fois **illégal, dangereux et inutile** :

– **illégal** car **les traités européens interdisent à une banque centrale de financer directement un État** en créant de la monnaie. Or annuler la dette reviendrait à cela ;

– **dangereux** car **annuler cette dette pourrait accentuer les inquiétudes sur la capacité de la France à honorer ses engagements**, et donc accentuer la hausse des taux d'intérêt sur les OAT ;

– **inutile** car **c'est à l'État que la Banque de France verse des dividendes**. Si la Banque de France annule une créance, elle enregistre une perte, ce qui réduit les dividendes qu'elle reverse à l'État. **L'État paie moins de charge d'intérêt, mais collecte moins de recettes**. L'opération sur le déficit et la dynamique de la dette serait ainsi à priori neutre. Or l'enjeu budgétaire auquel est confronté la France concerne en premier lieu les flux de déficit, qui importent pour l'évolution du ratio de dette, davantage que le niveau de ce dernier.

Source : commission des finances d'après les réponses de la Banque de France

À cet égard, la Société Générale souligne que « *l'incertitude du résultat des élections est un facteur de volatilité dans le marché.* ***Les investisseurs ont besoin d'être rassurés sur la trajectoire du déficit et de la dette de la France****, et sur la crédibilité des programmes proposés. À ce titre* ***la proposition d'annulation et de gel de la dette n'a pas été jugée très crédible par le marché, néanmoins elle a mis en lumière les oppositions de programmes et les risques liés au résultat incertain des élections*** »[1].

De même, **Standard & Poor's considère qu'une éventuelle annulation de la dette détenue par la BCE constituerait un cas de défaut** au sens de sa méthodologie, qui distingue la dette commerciale et la dette non commerciale en fonction de la nature de l'instrument et non en fonction du détenteur. De surcroît, une telle mesure de monétisation explicite de la dette ou de remise en cause du principe de séparation entre politique budgétaire et politique monétaire pourrait **affecter de manière significative l'évaluation de la crédibilité et de la prévisibilité des politiques monétaires**, prise en compte dans la détermination de la note souveraine.

[1] *Réponses de la Société Générale aux questions du rapporteur spécial.*

Analyse de Standard & Poor's concernant la proposition d'annulation de la dette détenue par la Banque de France pour le compte de la BCE

« Concernant le gel ou l'annulation de la dette, parfois évoqués dans le débat public, notre méthodologie établit une distinction entre la dette commerciale et la dette non commerciale. **Si une dette commerciale fait l'objet d'une réduction de principal, d'une modification coercitive de ses conditions financières ou d'une interruption du paiement des intérêts, nous considérerions généralement qu'il s'agit d'un défaut, y compris lorsque cette dette est détenue par la banque centrale**. La nature du détenteur n'est en effet pas déterminante ; c'est la nature de l'instrument et le respect des obligations contractuelles qui priment dans notre analyse (…)

Sur le plan économique, une annulation ou un gel de dette permettrait certes de réduire mécaniquement le ratio de dette publique rapportée au PIB. Toutefois, **une telle mesure ne permettrait pas à elle seule de rétablir la soutenabilité des finances publiques**. Celle-ci dépend avant tout de la **capacité durable de l'État à maîtriser ses dépenses, accroître ses recettes ou générer une croissance suffisante pour stabiliser sa trajectoire d'endettement**.

En outre, **une annulation de dette pourrait paradoxalement compliquer le financement futur de l'État, en particulier tant que celui-ci continue d'enregistrer des déficits budgétaires**. En dégradant la confiance des investisseurs et en augmentant la prime de risque exigée sur les nouvelles émissions, **une telle mesure pourrait renchérir les coûts de financement et réduire la capacité de l'État à accéder aux marchés dans des conditions favorables**. Les gains immédiats sur le stock de dette pourraient ainsi être contrebalancés par une détérioration durable des conditions de financement.

Enfin, **une telle décision nous conduirait également à réexaminer notre appréciation du cadre de politique monétaire**, un élément important dans notre méthodologie de notation souveraine. En effet, **une monétisation explicite de la dette ou une remise en cause du principe de séparation entre politique budgétaire et politique monétaire pourrait avoir des implications importantes pour notre évaluation de la crédibilité et de la prévisibilité des politiques monétaires**, qui constituent des facteurs importants dans la détermination de la note souveraine. »

Source : réponses de Standard & Poor's aux questions du rapporteur spécial

Plus généralement, Standard & Poor's relève que dans le contexte politique actuel, **on ne peut pas** « ***[anticiper] de réduction significative du déficit avant l'élection présidentielle, aucun des principaux partis ne semblant disposé à accepter les compromis substantiels qu'impliquerait une amélioration rapide de la trajectoire budgétaire, compte tenu de leur coût politique*** »[1].

[1] *Réponses de Standard & Poor's aux questions du rapporteur spécial.*

De surcroît, l'agence de notation considère que « ***le risque d'une fragmentation politique persistante demeure élevé au-delà même de l'élection présidentielle***. *La probabilité d'une Assemblée nationale sans majorité claire, potentiellement structurée autour de trois blocs de force comparable, resterait en effet significative.* ***Dans ce scénario, les blocages institutionnels observés au cours des deux dernières années, marqués par une forte instabilité gouvernementale, pourraient perdurer****, limitant la capacité des autorités à définir et mettre en oeuvre une stratégie budgétaire cohérente et prévisible à moyen terme* »[1].

Cette analyse est partagée par Anne-Laure Kiechel, qui observe que « ***c'est moins la situation de dette et de déficit qui a provoqué des hausses des taux français que les épisodes de blocage institutionnel*** *(difficulté à nommer un gouvernement, chute d'un gouvernement, difficulté de vote du PLF, etc.)* »[2]. À cet égard, « ***la polémique sur l'annulation ou le gel de la dette publique française détenue par la Banque de France est typiquement de nature à contribuer à tendre les taux davantage*** ».

Depuis septembre 2026, plusieurs éléments se sont ainsi combinés pour faire monter très rapidement les taux et approcher puis dépasser le seuil de 5 % :

- **l'incertitude croissante à l'approche de la présidentielle** ;

- **la perception de la persistance d'une situation de blocage politique et parlementaire** ;

- **l'absence de redressement des comptes publics** avec une nouvelle année présentée à 5 % de déficit, après 5,1 % en 2025 et 5,4 % en 2026, voire plus.

Pour Anne-Laure Kiechel, « ***c'est typiquement ce cumul d'éléments défavorables simultanés qu'il faut s'efforcer d'éviter pour réduire le risque de crise de dette souveraine***. *Si on regarde le cas de l'Italie en 2011-2012, il a fallu recréer la confiance par un changement de politique économique et budgétaire et un changement du personnel politique à la tête du gouvernement avant que les taux ne baissent enfin.* »[3] À cet égard, l'économiste Anthony Morlet-Lavidalie, auditionné par la commission des finances dans le cadre d'une table ronde le 21 octobre 2026, se montre **assez pessimiste** : « *Même avec le PLF tel qu'il est proposé, le déficit se situerait quelque part autour de 5,2 % ou 5,3 % du PIB. Si nous n'avons pas de budget ou si nous devons faire des compromis, cela dégrade à chaque fois un peu plus encore le déficit.* ***Il n'est pas impossible que l'on se rapproche des 6 %****. Au bout d'un moment,* ***les marchés vont finir par réagir*** *(…) Il faut bien avoir en tête que* ***les marchés réagissent de manière non progressive : une fois que la confiance est perdue, elle l'est définitivement***. »[4]

---

[1] *Réponses de Standard & Poor's aux questions du rapporteur spécial.*

[2] *Réponses de Anne-Laure Kiechel aux questions du rapporteur spécial.*

[3] *Ibid.*

[4] *Table-ronde sur les perspectives de l'économie française et la situation des finances publiques, le 21 octobre 2026.*

5. Une base d'investisseurs diversifiée qui continue de constituer un atout pour la gestion de la dette de l'État

S'agissant des **investisseurs non-résidents**, les enquêtes régulières effectuées par le Fonds monétaire international (FMI), la Banque de France et la BCE mettent en avant **trois enseignements majeurs** :

- d'une part, **la typologie d'investisseurs dans la dette française est stable** et n'évolue que progressivement dans le temps.

- d'autre part, **près de trois quarts de ces investisseurs viennent de la zone euro** ;

- enfin, **ce sont les politiques d'achat de titres de dette publique par l'Eurosystème**, instrument de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, **qui expliquent majoritairement la modification de la structure des investisseurs depuis 2015** : ces programmes sont mis en œuvre par la Banque de France qui est comptabilisée comme résidente.

Dans la catégorie des non-résidents, **la proportion des investisseurs hors zone euro est stable depuis 2021**, c'est-à-dire 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).

Au sein des investisseurs hors zone euro, nombre d'entre eux sont européens (Royaume-Uni, Suisse, Scandinavie, *etc.*).

Concernant les **investisseurs japonais**, ceux-ci sont avant tout **guidés par l'évolution des rendements domestiques**, la hausse des taux de la Banque du Japon pouvant réduire l'incitation à rechercher du rendement à l'étranger, **et par le coût de la couverture du risque de change**. À cet égard, l'AFT note que « ***les derniers chiffres du Ministère des finances japonais ne montrent pas un désinvestissement japonais sur les obligations souveraines européennes (y compris l'OAT)*** »[1].

Au total, la diversité de la base d'investisseurs de la France apparaît une nouvelle fois comme un **facteur majeur de résilience pour le financement de l'État**. Ainsi que l'avait souligné le rapport de contrôle sur la détention de la dette de l'État du rapporteur spécial[2], **cette diversité permet d'absorber les modifications de comportement de telle ou telle catégorie d'investisseurs sans risque pour le financement de l'État**.

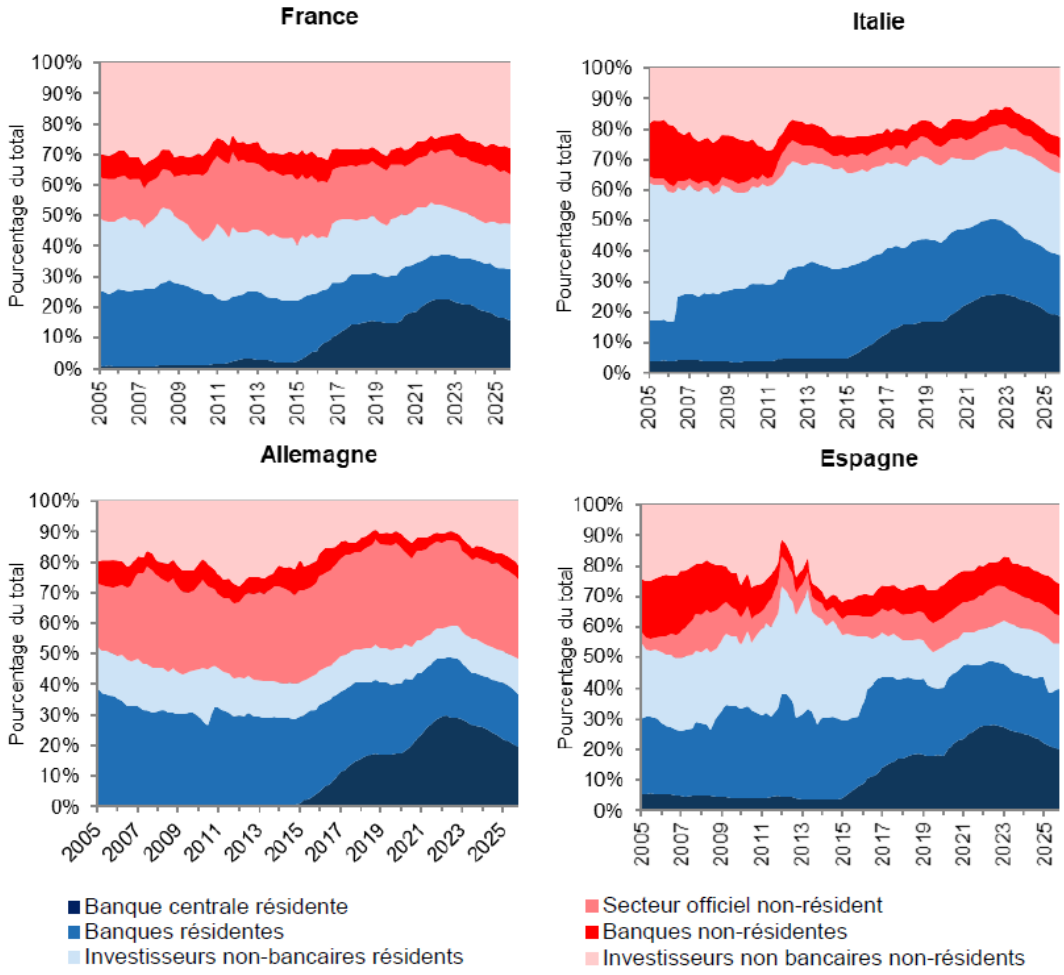
---

[1] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

[2] *Rapport d'information n° 902 (2024-2025) de M. Albéric de MONTGOLFIER, fait au nom de la commission des finances, sur les enjeux associés à la structure de détention de la dette de l'État, septembre 2025.*

Évolution de la répartition de la dette publique des principaux pays européens, par groupe de porteurs

(en pourcentages)



Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

Part des investisseurs non-résidents dans la dette négociable de l'État

(en pourcentages)



Source : Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

B. LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT DEVRAIT DOUBLER D'ICI 2030

1. Un nouveau programme de financement record en 2027, à 340 milliards d'euros, alors que la dette de l'État approche désormais 2 900 milliards d'euros

Pour 2027, le besoin de financement de l'État s'établit à 339,7 milliards d'euros, en hausse de **+ 28,0 milliards d'euros par rapport à 2026**.

L'augmentation de ce besoin est pour les deux tiers portée par les **amortissements de titres de moyen et long terme, qui croissent de + 19,4 milliards d'euros, pour atteindre 189,2 milliards d'euros** (contre 169,8 milliards d'euros en 2026).

Quant au déficit inscrit au tableau de financement de l'État pour 2027, celui-ci s'élève à 156,4 milliards d'euros (contre 137,2 milliards d'euros pour 2026). Une fois les opérations budgétaires sans impact en trésorerie retraitées[1], le déficit à financer diminue de - 6,5 milliards d'euros.

[1] *Cette ligne inclut notamment l'annulation de la provision pour indexation (- 8,5 milliards d'euros).*

Les ressources de financement proviennent quasi intégralement des **émissions nouvelles de dette à moyen et long termes nettes des rachats, pour 340,0 milliards d'euros**, alors que l'encours des emprunts de court terme augmente marginalement de 2,2 milliards d'euros.

À fin septembre 2026, l'encours de la dette négociable de l'État s'élevait déjà à 2 896 milliards d'euros[1]. Quant à la **dette publique** (toutes administrations publiques confondues), elle s'établissait à **3 595,5 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2026, soit 119,0 % du PIB**, en **augmentation de + 135,4 milliards d'euros sur les six premiers mois de l'année**[2].

Comme le souligne la Société Générale, le programme de financement 2027 prévu à 340 milliards d'euros net des rachats est « ***historiquement élevé pour la France et pose un certain nombre d'enjeux*** »[3] concernant :

- **la profondeur maximale du marché (autrement dit, de la demande des investisseurs) par adjudication**, celles-ci étant déjà sur un volume unitaire historiquement élevé ;

- **le risque d'exécution** qui s'accroît ;

- **la performance des OAT dans le marché**, et donc ultimement leur attractivité et le niveau du financement réalisé.

Pour ce SVT, le volume des émissions « ***n'est pas tant un problème en soi*** » mais il doit être mis en regard de « ***plusieurs facteurs de risque pouvant impacter la demande des investisseurs*** »[4] :

- d'une part, **la concurrence accrue entre émetteurs de dette** (États, entreprises, notamment les entreprises technologiques qui se mettent à emprunter massivement) : cette situation présente « ***un effet cumulatif*** », « *difficilement quantifiable* », **qui peut peser sur les liquidités disponibles des investisseurs** ;

- d'autre part, **des effets plus structurels**, par exemple la **récente réforme des fonds de pension hollandais** qui a entrainé une baisse de la demande pour la dette à 30 ans.

---

[1] *Agence France Trésor, Bulletin mensuel n° 437, octobre 2026.*
[2] *Insee, Informations rapides n° 239, septembre 2026.*
[3] *Réponses de la Société Générale aux questions du rapporteur spécial.*
[4] *Ibid.*

Évolution du besoin et des ressources de financement de l'État entre 2025 et 2027

(en milliards d'euros)

	Exécution 2025	2026 LFI	2026 révisé	2027 PLF
Besoin de financement	**290,5**	**310,0**	**311,7**	**339,7**
Amortissement de titres d'État à moyen et long terme	168,0	169,9	169,8	189,2
Valeur nominale	*166,1*	*167,5*	*167,5*	*179,5*
Suppléments d'indexation dus	*1,9*	*2,4*	*2,3*	*9,7*
Amortissement des autres dettes (dettes reprises, etc.)	1,1	2,5	2,5	0,6
Déficit budgétaire	124,2	134,6	137,2	156,4
Autres besoins de trésorerie	- 2,8	3,0	2,2	- 6,5
Ressources de financement	**290,5**	**310,0**	**311,7**	**339,7**
Émissions de titres à moyen et long terme, nettes des rachats	300,0	310,0	310,0	340,0
Ressources affectées à la Caisse de la dette publique et consacrées au désendettement	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de l'encours de titres à court terme	- 5,2	2,0	9,6	2,2
Variation des dépôts des correspondants	- 8,6	0,0	0,0	0,0
Prêt de l'Union européenne		0,0	2,3	2,5
Variation des disponibilités du Trésor à la Banque de France et des placements de trésorerie de l'État	15,2	0,0	0,0	0,0
Autres ressources de trésorerie	- 10,9	- 2,0	- 10,2	- 5,0

Source : Projet annuel de performances « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2027

2. Une charge de la dette qui devient le premier poste de dépenses du budget de l'État

En comptabilité budgétaire, la charge de la dette de l'État devrait connaître une croissance spectaculaire de + 23,9 % en 2026, à 71,9 milliards d'euros, contre 58,0 milliards d'euros en loi de finances initiale pour 2026 (61,6 milliards d'euros en révisé 2026), **soit une augmentation de + 13,9 milliards d'euros par rapport à la LFI 2026** (+ 10,3 milliards d'euros par rapport au révisé 2026).

Ainsi, hors CAS Pensions et Remboursements et dégrèvements, les crédits de la mission « Engagements financiers de l'État » deviennent, pour 2027, le **premier poste de dépenses du budget de l'État en crédits de paiement**, avec un **poids supérieur de 10 % aux crédits de la mission « Enseignement scolaire »** (65,5 milliards d'euros) **ou** « Défense » (63,4 milliards d'euros).

Par rapport au révisé 2026, **la charge de la dette devait progresser de + 10 milliards d'euros**, résultant de la combinaison des quatre effets suivants :

- un **effet volume de + 4,7 milliards d'euros**, lié à l'augmentation de l'encours de la dette négociable ;

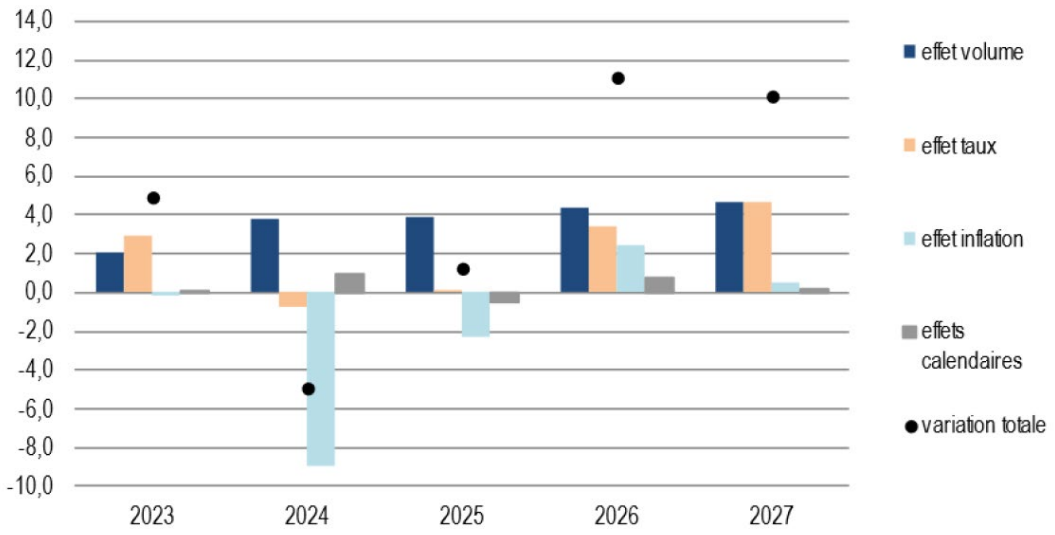
- un **effet taux de + 4,7 milliards d'euros**, principalement lié à la hausse des taux de long terme (+ 3,6 milliards d'euros) ;

- un **effet inflation de + 0,8 milliard d'euros** ;

- un **effet de la variation due aux effets calendaires de + 0,1 milliard d'euros**.

Décomposition de l'évolution de la charge budgétaire de la dette négociable de l'État entre 2023 et 2027

(en milliards d'euros)



Source : Projet annuel de performances « Engagements financiers de l'État » annexé au projet de loi de finances pour 2027

En comptabilité générale, la charge de la dette de l'État devrait s'élever à 74,9 milliards d'euros en 2027, soit une augmentation de + 10,0 milliards d'euros par rapport à 2026.

Ainsi que l'avait souligné le rapporteur spécial dans un précédent rapport de contrôle[1], **la charge de la dette de l'État pourrait à terme, à politique budgétaire inchangée, atteindre la barre des 100 milliards d'euros.**

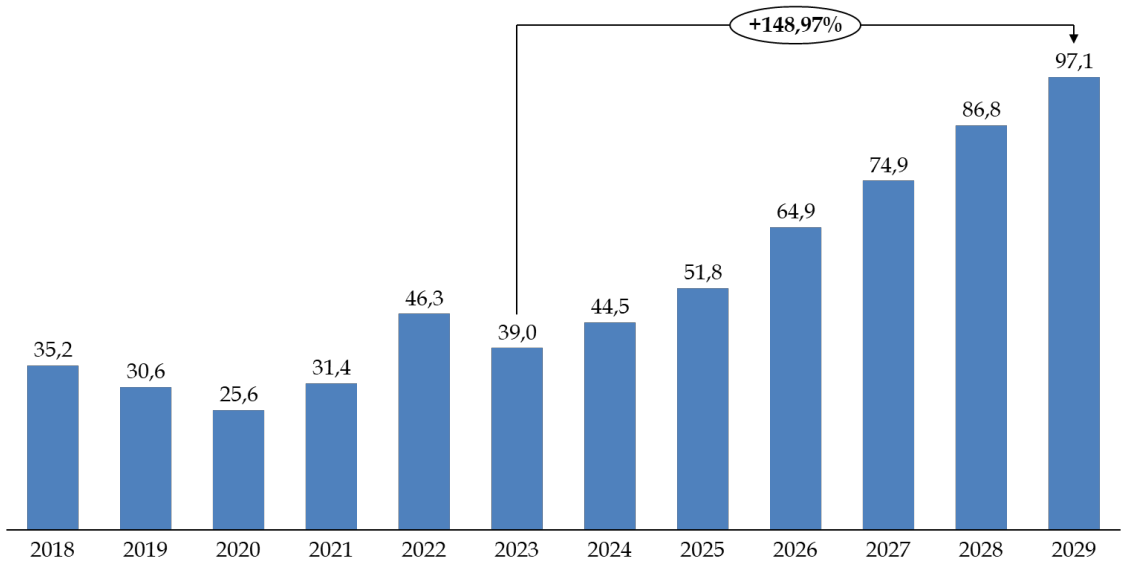
De fait, selon le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances, **la charge de la dette de l'État pourrait atteindre 86,8 milliards d'euros en 2028 et représenter 97,1 milliards d'euros en 2029**[2]. En prolongeant cette trajectoire prévisionnelle, **la barre des 100 milliards d'euros pourrait être dépassée en 2030**.

[1] *Rapport d'information n° 719 (2023-2024) de M. Albéric de MONTGOLFIER, fait au nom de la commission des finances, sur les facteurs explicatifs des perspectives d'évolution différentes en matière de charge de la dette entre la France et les principaux États européens, juillet 2024.*

[2] *Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027.*

Évolution de la charge de la dette de l'État entre 2018 et 2029 (en comptabilité nationale)

(en milliards d'euros)



Note : les données indiquées pour les années 2026 à 2029 sont des prévisions.

Source : commission des finances d'après le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

D'ici la fin de la décennie, la charge de la dette de l'État pourrait ainsi représenter plus de 3 % du PIB, contre 1,4 % en 2023. Quant à la **charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques**, celle-ci atteindrait **3,7 % du PIB**, contre 1,9 % en 2023.

3. Un risque de crise de la dette qui ne peut plus être écarté

Certes, les tensions actuelles en matière de financement de la dette française **ne doivent pas occulter les éléments de résilience** :

- en comparatif avec les pays européens, **si la France fait moins bien sur l'année 2026, elle performe mieux que la plupart de ses grands partenaires sur longue période** : le niveau d'activité au deuxième trimestre 2026 se situe + 10,3 points au-dessus de son niveau de mi-2017, contre + 4,8 points pour l'Allemagne, + 8,5 points pour l'Italie et + 9,5 points pour le Royaume-Uni ;

- la France a fait les bons choix stratégiques : énergie nucléaire, défense, investissement dans l'intelligence artificielle, infrastructures de qualité, économie de service. Ces choix renforcent la capacité de l'économie française à tirer profit des transitions en cours et partant l'attractivité de son financement ;

- des réformes qui ont permis à la France de gagner en compétitivité et en attractivité ;

- le secteur financier est sain, accompagné d'une balance courante quasiment à l'équilibre : il n'y a pas de problème de déficits jumeaux (« *twin deficits* ») ;

- la gestion de la dette française s'appuie sur des fondamentaux solides (qualité et liquidité de la dette française, adaptation à la demande, diversité de la base investisseurs) ;

- la zone euro et ses institutions sont fondamentalement plus solides que par le passé.

En revanche, **le taux d'intérêt de la France à 10 ans se situe effectivement aujourd'hui environ 20 points au-dessus de l'Italie, 70 points au-dessus de l'Espagne et 80 points au-dessus du Portugal**. Ainsi que le relève l'AFT, ce constat reflète des « ***dynamiques différentes de finances publiques : ces pays ont réussi à stabiliser et parfois réduire leur dette publique, avec des déficits publics maitrisés. Cela rappelle que la dégradation des finances publiques a un prix mais aussi que le retour à une trajectoire maîtrisée engendre rapidement des bénéfices majeurs en matière de conditions de financement*** »[1].

De fait, au regard de la situation budgétaire et politique de la France, **un scénario de crise de la dette ne peut plus aujourd'hui être écarté.**

Certes, à ce stade, la situation financière de notre pays est d'abord une **situation de « nœud coulant » de la dette**, avec un **alourdissement de la charge d'intérêt sous l'effet combiné de la remontée des taux d'intérêt et du niveau élevé du stock de dette** qui réduit progressivement les marges de manœuvre budgétaires.

Néanmoins, **au-delà de la question de l'alourdissement de la charge de la dette, le risque existe désormais d'un emballement sur les marchés obligataires en cas de crise de confiance des investisseurs** dans le redressement de la trajectoire de déficit, **conduisant à une crise de la dette à travers une envolée des *spreads* et des coûts de financement**.

[1] *Réponses de l'AFT aux questions du rapporteur spécial.*

Analyse de l'effet boule de neige sur longue période

Sur longue période en France, l'effet boule de neige moyen, soit le différentiel entre le taux d'intérêt (noté « r) et le taux de croissance (noté « g »), désigné par l'expression « 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**.

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**.

Plusieurs périodes peuvent être distinguées, en prenant comme base le taux d'intérêt apparent de la dette (soit le taux moyen réellement payé sur le stock de dette, qui évolue au rythme du renouvellement de celui-ci 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 annuelle de - 0,1 point) ;

- à 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** ;

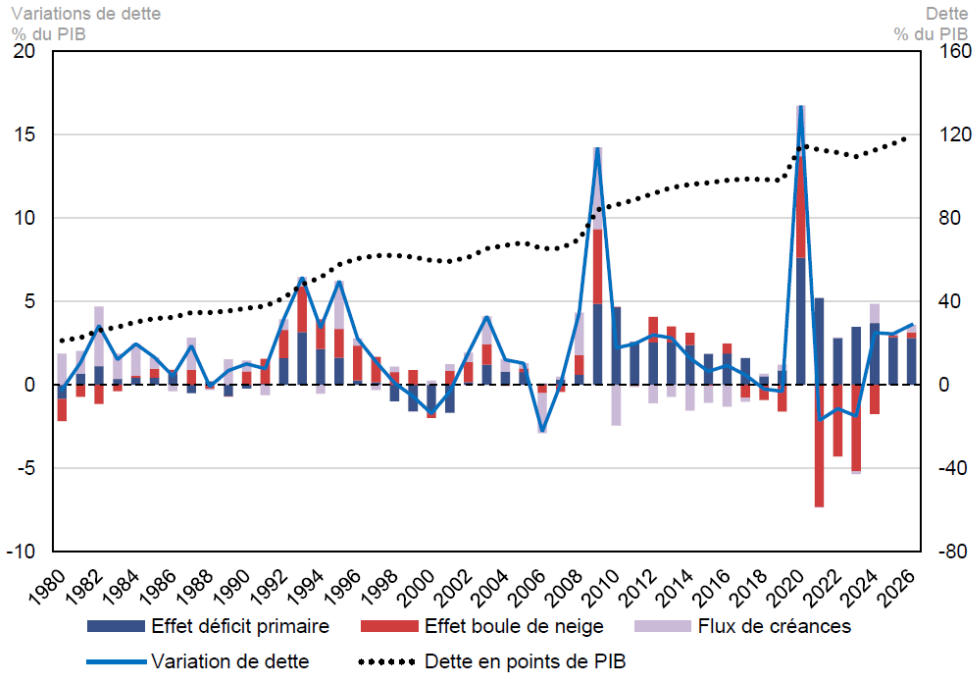
- la période 2017-2024 est caractérisée par une différence r-g négative, portée par des taux très bas : l'effet boule de neige moyen est alors de - 2,0 points par an sur la période. La crise Covid a provoqué une hausse importante du ratio de dette sur PIB en raison de la baisse importante de l'activité 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 ;

- 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 depuis le début de l'année 2025 (il reste toutefois inférieur à la croissance jusqu'en 2025), tandis que le solde primaire reste inférieur au solde stabilisant la dette.

Source : commission des finances d'après le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

Décomposition de l'évolution annuelle du ratio de dette publique sur la période 1980-2026, incluant l'effet boule de neige

(en pourcentages du PIB)

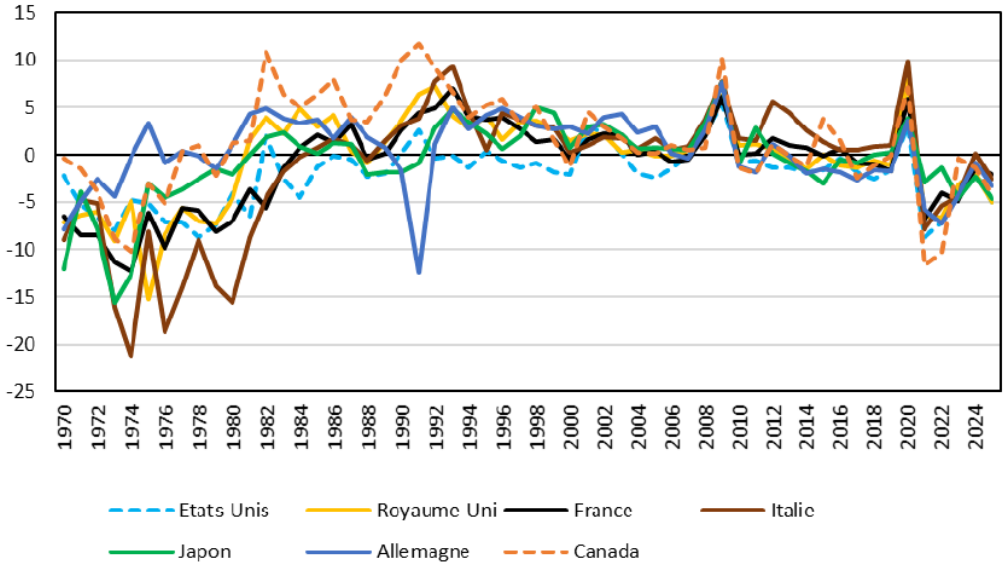


Note de lecture : l'échelle de droite représente le ratio de dette publique ; l'échelle de gauche correspond aux variations de ce ratio.

Source : rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

Écarts entre le taux d'intérêt et le taux de croissance entre 1972 et 2025

(en points de pourcentage)



Source : rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2027

D'après la Banque de France, « ***la situation actuelle n'est pas une situation de crise de la dette mais une situation de besoin d'ajustement budgétaire pour stabiliser le ratio de dette sur PIB avant de le placer sur une trajectoire décroissante***. *L'ajustement requis est important mais réalisable. Il est notamment comparable aux ajustements réalisés en 2011-2015 (2,8 points de PIB d'ajustement structurel primaire) et 1994-1998 (4,2 points de PIB).* »[1]

À l'inverse, **une situation de crise survient en théorie lorsque le marché anticipe l'incapacité du gouvernement à ajuster le solde budgétaire pour stabiliser le ratio de dette**. Une telle situation peut faire monter les taux à un niveau tel que l'effort nécessaire à la stabilisation deviendrait irréaliste.

À cet égard, si la Société Générale souligne que **la France est dans une situation différente des pays ciblés par la crise de la zone euro** dans les années 2010, elle précise que « ***cela ne signifie pas qu'une crise soit impossible, mais le mécanisme serait différent : moins une crise de solvabilité immédiate qu'une crise de confiance progressive***. *Le principal défi auquel la France va être confronté est donc de maintenir la confiance des investisseurs* »[2].

Pour la Société Générale, les facteurs de déclenchement d'une crise de confiance peuvent correspondre à **plusieurs éléments** :

- en premier lieu, **une incapacité à inverser la trajectoire du déficit et de la dette vers la cible annoncée**, le risque étant que les marchés concluent qu'ils ne reviendront jamais ;

- en deuxième lieu, **un blocage institutionnel et une incapacité durable à voter les budgets** ;

- en troisième lieu, **une remise en cause des engagements européens**.

Dans ces conditions, le *spread* France-Allemagne pourrait alors s'écarter rapidement et les agences de notation pourraient continuer à dégrader la note du pays.

Cependant, **une crise de la dette ne constitue pas le scénario privilégié par les acteurs interrogés par le rapporteur spécial**. Ainsi, Standard & Poor's indique qu'*« à ce stade,* ***nous n'anticipons pas de difficultés particulières pour l'Agence France Trésor à placer les volumes de dette prévus sur les marchés*** *(…)* ***Nous anticipons en revanche une poursuite de la hausse des coûts de financement et le maintien d'une prime de risque plus élevée qu'au cours de la décennie précédente***. *La combinaison d'une trajectoire budgétaire dégradée, d'un niveau d'endettement élevé et d'incertitudes politiques plus importantes que par le passé pourrait continuer à exercer une pression à la hausse sur le spread français vis-à-vis de l'Allemagne.* »[3]

---

[1] *Réponses de la Banque de France aux questions du rapporteur spécial.*
[2] *Réponses de la Société Générale aux questions du rapporteur spécial.*
[3] *Réponses de Standard & Poor's aux questions du rapporteur spécial.*

Pour l'agence de notation, **le principal risque résiderait davantage dans une incapacité durable à mettre en œuvre une stratégie crédible de réduction des déficits** : « *un blocage politique prolongé autour de la trajectoire budgétaire pourrait entraîner une hausse continue de la dette et de la charge d'intérêts, et progressivement peser sur la confiance des investisseurs. La meilleure prévention reste donc une consolidation budgétaire graduelle mais crédible, permettant de stabiliser puis de réduire le ratio d'endettement à moyen terme* »[1].

Enfin, Standard & Poor's observe que **les mécanismes européens de gestion des crises, mêmes s'ils sont conditionnels, sont aujourd'hui plus développés qu'ils ne l'étaient lors de la crise des dettes souveraines**. Ainsi, « ***la présence de l'Eurosystème, l'existence du Mécanisme européen de stabilité, du TPI*** *[instrument de protection de la transmission],* ***ainsi que les différents outils destinés à prévenir les phénomènes de fragmentation financière constituent des facteurs de soutien importants*** », de même que « ***le pragmatisme dont a fait preuve la Banque centrale européenne****, tout en préservant son indépendance et en respectant son mandat de stabilité des prix* »[2].

4. Une provision pour charge d'indexation sur l'inflation dont la non-conformité à la LOLF appelle la suppression

Dans son rapport sur le budget de l'État en 2025, la Cour des comptes[3] a mis en évidence une **incohérence dans la comptabilité budgétaire en matière de charge de la dette**. En effet, le programme 117 « Charge de la dette et trésorerie de l'État » comporte une ligne correspondant à la **provision pour charge d'indexation du capital des OAT indexées sur l'inflation**.

Représentant un **montant de 8,5 milliards d'euros** dans le texte initial du PLF 2027, cette provision est la **seule écriture**, sur quelque 615 milliards d'euros de dépense brute du budget de l'État, **qui fait exception au principe de la comptabilité de caisse prévu par la loi organique relative aux lois de finances (LOLF)**[4].

Pour mémoire, **pour chaque titre indexé, le remboursement du capital est assorti d'un coefficient reflétant l'évolution de l'inflation sur la durée de vie du titre**, dont le montant n'est donc décaissé qu'à l'échéance.

---

[1] *Réponses de Standard & Poor's aux questions du rapporteur spécial.*
[2] *Ibid.*
[3] *Cour des comptes, Le budget de l'État en 2025. Résultats et gestion, avril 2026.*
[4] *Loi organique n° 2001-692 du 1er août 2001 relative aux lois de finances.*

Si cette provision budgétaire, qui résulte d'une **disposition de la loi de finances pour 2000**, répondait initialement à un **objectif de prudence comptable**, afin de faire apparaître le coût ou le surplus dégagé en trésorerie par l'indexation des OAT sur l'inflation, **elle déroge effectivement au principe de la comptabilité de caisse, réaffirmé en 2001 par l'article 28 de la LOLF (entrée en vigueur en 2005)**.

Article 28 de la LOLF (extraits)

« La comptabilisation des recettes et des dépenses budgétaires obéit aux principes suivants :

1° Les recettes sont prises en compte au titre du budget de l'année au cours de laquelle elles sont encaissées par un comptable public ;

2° Les dépenses sont prises en compte au titre du budget de l'année au cours de laquelle elles sont payées par les comptables assignataires. Toutes les dépenses doivent être imputées sur les crédits de l'année considérée, quelle que soit la date de la créance (…) »

Source : commission des finances, d'après la LOLF

Comme le note la Cour des comptes, **cette provision aurait dû disparaître en comptabilité budgétaire** « ***au moment même où, de par la même loi organique, l'État se dotait d'une comptabilité générale en droits constatés*** »[1], qui comporte également une telle provision pour charge d'indexation.

Reprenant à son compte l'analyse de la Cour, **le rapporteur spécial propose de supprimer purement et simplement cette provision budgétaire pour charge d'indexation du capital des obligations indexées**. Une telle mesure ne représenterait pas une perte d'information pour le Parlement et pour les citoyens, mais au contraire une **amélioration en termes de présentation des décaissements**. De fait, **la charge d'indexation resterait bien retracée en comptabilité générale** et le rapport sur la dette des administrations publiques a vocation à mentionner les montants relatifs à l'indexation du capital des obligations indexées.

Pour autant, **le rapporteur tient à attirer l'attention sur un point** : **si la suppression de cette provision** pour charge d'indexation **se traduirait nominalement par une diminution du déficit budgétaire à financer**, **elle ne permettrait pas de réduire le besoin de financement de l'État**, qui détermine le montant des émissions de dette à moyen et long terme. En effet, **cette provision fait déjà l'objet d'une neutralisation comptable dans le tableau de financement de l'État**.

[1] *Cour des comptes, Le budget de l'État en 2025. Résultats et gestion, avril 2026.*

De fait, l'exposé des motifs de l'article 57 du présent PLF 2027, portant article d'équilibre, précise que « *les autres besoins de trésorerie (-6,5 milliards d'euros) se composent de décaissements au titre des programmes d'investissements d'avenir (2,0 milliards d'euros) et de* ***l'annulation des opérations budgétaires sans impact en trésorerie (-8,5 milliards d'euros)****. Cette dernière ligne inclut la* ***neutralisation de la provision annuelle pour indexation du capital des titres indexés (-8,5 milliards d'euros), inscrite en dépense dans le déficit budgétaire à financer alors qu'elle ne génère pas de besoin en trésorerie****.* »[1]

[1] *Exposé des motifs de l'article 57 du projet de loi de finances pour 2027.*

II. APRÈS UNE PÉRIODE BAISSIÈRE, LES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT CONNAISSENT UNE NETTE AUGMENTATION

A. UNE RUPTURE AVEC LA DIMINUTION CONTINUE DES APPELS EN GARANTIE DE L'ÉTAT OBSERVÉE DANS LA PÉRIODE RÉCENTE

Le **programme 114 « Appels en garantie de l'État »**, constitué de crédits évaluatifs, retrace **l'ensemble des dépenses budgétaires qui découlent de la mise en jeu des garanties octroyées par l'État à des tiers**.

Les crédits inscrits sur ce programme dans le PLF 2027, à hauteur de 1,120 milliard d'euros, sont en hausse sensible par rapport au niveau de la LFI 2026, qui s'établissait à 790,4 millions d'euros, soit une **augmentation de + 330 millions d'euros**. Cette évolution est portée principalement par les **prêts garantis par l'État (PGE)**[1], mis en place en 2020 dans le contexte de la crise sanitaire.

Les crédits en LFI 2026 au titre des PGE s'élevaient à 471 millions d'euros. Or, au 30 avril, les dépenses pour ce dispositif s'établissent à 488,9 millions d'euros. **En 2027, l'estimation de la dépense s'élève à 850 millions d'euros**.

Ainsi que le souligne la direction générale du Trésor, « *compte tenu de la nouveauté du produit, de l'incertitude élevée sur les perspectives économiques et de la sensibilité des estimations au comportement de remboursement des entreprises,* ***les projections budgétaires demeurent très incertaines*** »[2].

De fait, le dynamisme des appels en garantie au titre des PGE a conduit à un **dépassement de + 1 milliard d'euros par rapport à l'évaluation inscrite en LFI 2026** (471 millions d'euros). Selon les éléments communiqués par le Gouvernement[3], **deux raisons** expliquent principalement le dépassement intervenu et la prévision d'appels en garantie attendus d'ici à la fin de gestion 2026 au titre des PGE[4] :

- d'une part, **l'instruction d'un stock de créances douteuses** qui n'avaient pas pu être intégrées aux dernières prévisions réalisées par les administrations ;

- d'autre part, **la dégradation du contexte économique, qui a engendré une augmentation des défaillances d'entreprises**.

---

[1] *Et, dans une moindre mesure, les prêts participatifs et obligations relance (PPR-OR).*

[2] *Réponses au questionnaire budgétaire du rapporteur spécial.*

[3] *Courrier des ministres MM. Roland LESCURE et David AMIEL à l'attention du Président de la commission des finances, M. Thierry COZIC, en application de l'article 10 de la loi organique relative aux lois de finances, en date du 3 novembre 2026.*

[4] *Le Gouvernement a indiqué entendre proposer l'ouverture de ces crédit supplémentaires dans le projet de loi de finances de fin de gestion (PLFG) pour 2026. Les crédits concernés étant évaluatifs et non limitatifs, ces dépassements n'empêchent pas l'engagement des dépenses dues.*

B. UN RISQUE DE SINISTRALITÉ QUI DEMEURE MODÉRÉ AU REGARD DES MONTANTS DE PGE OCTROYÉS

Comme le souligne la direction générale du Trésor, **l'évolution des appels en garantie dans les années à venir dépendra de l'évolution de la croissance et notamment de la dynamique de défaillances d'entreprises**. Outre les facteurs conjoncturels, **la bonne santé financière des entreprises dépend en particulier de l'évolution des prix des intrants, de leurs coûts de production et des conditions d'accès au financement, mais aussi de leurs caractéristiques financières en début de période** (liquidité, endettement, etc.). Pour l'estimation des montants d'appels en garantie, il a été choisi, par la Banque de France et la direction générale du Trésor conjointement, de se baser sur un **scénario conservateur de défaillances des entreprises**[1].

Selon les données retraitées par la Banque de France, **à fin mars 2026, la sinistralité à date du dispositif s'établirait à 6,7 milliards d'euros** (montant total des versements réalisés), soit 4,6 % du montant octroyé (145,1 milliards d'euros). **La perte nette actuelle à date est estimée à 3,8 milliards d'euros**.

S'agissant des pertes prévues sur l'ensemble de la durée de vie du dispositif (2020-2029), la nouvelle estimation réalisée avec la Banque de France à l'été 2026 conclut à un **montant de pertes brutes totales de 8,6 milliards d'euros, soit un taux de pertes de 5,9 % du montant total accordé** (contre un taux de pertes estimé à 5,25 % lors de la première évaluation du dispositif). **Concernant le taux de pertes nettes[2], celui-ci devrait atteindre 3,9 % à la fin du dispositif, soit 5,7 milliards d'euros**.

Au niveau sectoriel, **certains secteurs** enregistrent une plus forte part des pertes :

- d'une part, **le secteur de la construction**, représentant 8 % de l'octroi de PGE et 16 % des pertes estimées ;

- d'autre part, **l'hébergement restauration**, avec 7 % des octrois de PGE pour 8 % des pertes estimées[3].

Au 31 mars 2026, **le capital restant dû au titre des PGE s'élevait à 20 milliards d'euros, soit 13,8 % du montant initialement octroyé[4]**.

---

[1] *Une matrice de transition unique sur une fenêtre de 6 ans a été construite dans le but de répliquer une évolution des défaillances proche de celle observée durant la période 2009 – 2015, qui correspond à une période de dégradation de l'activité et de reprise lente, accompagnée de défaillances élevées. L'hypothèse d'une situation similaire à la période 2009-2015 reste par ailleurs conservatrice, cette période étant marquée par deux épisodes de crise (2009 et 2013).*

[2] *Taux de pertes brut auquel on soustrait les gains via les primes versés à l'État au titre de la garantie.*

[3] *Réponses au questionnaire budgétaire du rapporteur spécial.*

[4] *Ibid.*

DEUXIÈME PARTIE
LES COMPTES SPÉCIAUX

I. LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « PRÊTS ET AVANCES À DIVERS SERVICES DE L'ÉTAT OU ORGANISMES GÉRANT DES SERVICES PUBLICS » : UN NOUVEAU SOLDE EXCÉDENTAIRE PRÉVU EN 2027

A. UN PÉRIMÈTRE STABILISÉ DEPUIS 2026, APRÈS LA SUPPRESSION DU PROGRAMME 829 RELATIF AU VOLET TRANSPORTS DU PLAN MARSEILLE EN GRAND EN 2025

Le **compte de concours financiers** (CCF) **« Prêts et Avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics** » présente en 2027, comme en 2026, **huit catégories d'organismes bénéficiaires d'avances** :

- sur le **programme 821**, **les avances à l'Agence de services et de paiement (ASP) au titre du préfinancement des aides de la politique agricole commune**. Ces avances sont généralement d'une durée très courte, en tout cas inférieure à un an. **Pour 2027, 9 milliards d'euros de crédits sont ouverts (comme en 2026)** ;

- sur le **programme 823**, **les avances à des organismes distincts de l'État et gérant des services publics**, dont font partie par exemple l'Agence pour l'enseignement français à l'étranger (AEFE), la Cité de la musique ou encore les chambres de commerce et d'industrie. **Pour 2027, un total de 360 millions d'euros de crédits devrait être ouvert sur le programme (contre 210 millions d'euros en 2026) ;**

- sur le **programme 824**, **les prêts et avances à des services de l'État**, qui se résument en réalité exclusivement aux prêts et avances octroyés au **budget annexe « Contrôle et exploitation aériens »** (BACEA). **Pour 2027, 30 millions d'euros de crédits sont ouverts (comme en 2026)** ;

- sur le **programme 825**, **les avances à** l'**Office national d'indemnisation des accidents médicaux, des affections iatrogènes et des infections nosocomiales (Oniam) au titre de l'indemnisation des victimes du Benfluorex**, destinées à couvrir l'indemnisation des victimes du Benfluorex (Médiator) si les Laboratoires Servier refusaient d'y accéder. **En 2027, le montant de crédits ouverts s'établit à 15 millions d'euros (comme en 2026)**. Aucune avance n'a encore été demandée. Si cela fait maintenant huit ans que ces avances ne sont pas utilisées, leur inscription en loi de finances initiale répond à un principe de précaution ;

- sur le **programme 826**, **les prêts aux exploitants d'aéroports touchés par la crise de covid-19 au titre des dépenses de sûreté-sécurité**, créé par la troisième loi de finances rectificative (LFR) pour 2020[1]. Les avances correspondantes, renommées prêts en LFI 2023, visent à compenser la chute des recettes de la taxe d'aéroport, acquittée par les compagnies aériennes et affectée au financement des dépenses de sûreté-sécurité. Versés en 2020, 2021 et 2022, à respectivement 86, 84 et 62 exploitants, elles ont une **durée maximale de 10 ans**. **Comme en 2023, en 2024, en 2025 et en 2026, aucun crédit n'est prévu en 2027 au regard des perspectives de retour du trafic aérien à son niveau pré-Covid-19** ;

- sur le **programme 827**, les **prêts destinés à soutenir Île-de-France Mobilités à la suite des conséquences de l'épidémie de la covid-19**, créé par la quatrième loi de finances rectificative pour 2020[2]. L'avance, renommée « prêt » à partir de 2023, a été octroyée pour une durée maximale de 16 ans, avec une première échéance de remboursement en 2023. **Comme en 2023, en 2024, en 2025 et en 2026, aucun crédit n'est prévu en 2027** ;

- sur le **programme 828**, **les prêts destinés à soutenir les autorités organisatrices de la mobilité (AOM) à la suite des conséquences de l'épidémie de la covid-19**, également créé par la quatrième LFR pour 2020. Encore une fois, ce programme qui ne prévoyait initialement que des avances, se limite désormais aux prêts. Si la date de remboursement ne peut être ultérieure au 1er janvier 2031 et la durée de remboursement inférieure à six ans[3], les AOM bénéficiaires peuvent toutefois choisir, dans le respect de ces conditions, de ne commencer à rembourser les avances qu'au moment où les recettes tarifaires et le versement mobilité sont revenus à leur niveau moyen pour les années 2017 à 2019 (clause dite de « **retour à meilleure fortune** »). **Comme en 2023, en 2024, en 2025 et en 2026, aucun crédit n'est ouvert en 2027** ;

- sur le **programme 830**, les **prêts à FranceAgriMer au titre du préfinancement des aides européennes**, créé par la loi de finances initiale pour 2023. Il vise à sécuriser les modalités de financement du Fonds social européen (FSE +) dans le cadre du cadre financier pluriannuel (CFP) 2021-2027 et permettrait d'autoriser le préfinancement sous forme de prêts de l'Agence France Trésor des dépenses engagées par France AgriMer au titre de l'aide alimentaire. En effet, au début de chaque programmation des fonds européens, FranceAgriMer est amené à préfinancer des aides européennes avant un remboursement par l'Union européenne qui peut être tardif – cela a été le cas à de nombreuses reprises dans le cadre du CFP 2013-2020 en raison de difficultés de trésorerie du Fonds européen d'aide aux plus démunis (FEAD), elles-mêmes dues à la reprise, à un rythme insuffisant des appels de fonds auprès de la Commission européenne pour obtenir le remboursement

[1] *Loi n° 2020-935 du 30 juillet 2020 de finances rectificative pour 2020*.
[2] *Loi n° 2020-1473 du 30 novembre 2020 de finances rectificative pour 2020*.
[3] *Sauf accord du bénéficiaire.*

des campagnes annuelles précédentes. Pour tenir compte de ces décalages, les prêts seraient sollicités pour une durée de cinq à six ans. 1**0 millions d'euros de crédits sont prévus pour 2027 (contre 40 millions d'euros en 2026)**.

Pour mémoire, **la LFI 2025 a supprimé le programme 829**, relatif aux « **Prêts destinés au financement des infrastructures de transports collectifs du quotidien de la métropole d'Aix-Marseille-Provence** ».

Créé par la loi de finances pour 2022[1], ce programme réunissait les **avances, également renommées prêts en LFI 2023, correspondant à la contribution de l'État au financement du volet « transports » du plan « Marseille en Grand »**, dont le pilotage est assuré par le groupement d'intérêt public Aix-Marseille-Provence Mobilité. **Aucun prêt n'avait été effectué**, mais 100 millions d'euros avaient été ouverts en crédit de paiement pour 2023. Compte tenu de l'annonce par le Président de la République à l'été 2023 du doublement du montant du volet subvention du Plan Marseille en Grand[2], **aucun versement d'avance n'est intervenu ni en 2023 ni en 2024**.

B. UN NOUVEL EXCÉDENT EN 2027, RÉSULTANT DE LA MODÉRATION DES DÉPENSES DE LA QUASI INTÉGRALITÉ DES PROGRAMMES ET DE LA HAUSSE DES PRÉVISIONS DE RECETTES

Comme en 2026, le compte de concours financiers « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » devrait dégager un excédent significatif, reflet de la normalisation progressive des programmes qu'il recouvre depuis la sortie de la crise sanitaire.

Ainsi, alors que cet excédent s'élevait à **447,1 millions d'euros en loi de finances initiale pour 2026**, celui-ci devrait atteindre le niveau de **605,9 millions d'euros en 2027**.

Ce nouvel excédent résulte de la **modération des dépenses, avec une progression limitée à + 1,3 %, correspondant à 9,42 milliards d'euros** (contre 9,30 milliards d'euros en 2026). **Cette modération s'applique à l'ensemble des programmes du compte de concours financiers à l'exception notable du programme 823** relatif aux avances à des organismes distincts de l'État et gérant des services publics (dont la dotation augmente de 210 millions d'euros à 360 millions d'euros).

Quant aux prévisions de recettes, celles-ci affichent une hausse de + 2,9 %, à 10,02 milliards d'euros (contre 9,74 milliards d'euros en 2026), **supérieure à l'augmentation des dépenses.**

---

[1] *Loi n° 2021-1900 du 30 décembre 2021 de finances pour 2022.*

[2] *De 256 millions d'euros à 500 millions d'euros.*

II. DANS LA CONTINUITÉ DES ANNÉES PRÉCÉDENTES, LE COMPTE DE CONCOURS FINANCIERS « ACCORDS MONÉTAIRES INTERNATIONAUX » N'EST PAS DOTÉ DE CRÉDITS

Le compte de concours financiers « Accords monétaires internationaux » n'est plus abondé depuis plusieurs années, du fait des niveaux de réserves importants détenus par les banques centrales concernées et, par conséquent, de la faible probabilité d'un appel en garantie de l'État pour assurer la convertibilité des monnaies de la Zone franc[1]. **Il ne fait d'ailleurs plus l'objet de documents annuels de performances**.

Bien que non doté en crédits, ce compte ne peut être supprimé puisqu'il constitue le **pendant budgétaire des accords de coopération monétaires passés entre la France et 7 pays africains, dans le cadre de la Zone franc**.

	Pays	Unité monétaire	Parité fixe
Union monétaire d'Afrique centrale (UMAC)	Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Guinée équatoriale, Tchad	Franc CFA émis par la Banque des États de l'Afrique centrale (XAF)	1 euro = 656 XAF
	Union des Comores	Franc comorien émis par la Banque centrale des Comores (KMF)	1 euro = 492 KMF

Source : commission des finances, d'après les documents budgétaires

Pour mémoire, la loi n° 2021-108 du 3 février 2021[2] a autorisé **l'approbation de l'accord de coopération entre le Gouvernement de la République française et les Gouvernements des États membres de l'Union monétaire ouest-africaine** (UMOA), qui réunit le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et Togo.

[1] *Pour une discussion détaillée des principes de fonctionnement de la Zone franc, se reporter au rapport d'information n° 729 (2019-2020) de Mme Nathalie Goulet et M. Victorin Lurel, fait au nom de la commission des finances, déposé le 30 septembre 2020.*

[2] *Loi n° 2021-108 du 3 février 2021 autorisant l'approbation de l'accord de coopération entre le Gouvernement de la République française et les Gouvernements des États membres de l'Union monétaire ouest-africaine.*

Le nouvel accord, signé le 21 décembre 2019 à Abidjan, a mis **fin à l'obligation faite à la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest de centraliser au moins 50 % de ses réserves de change auprès du Trésor**[1], tout en maintenant les piliers de la coopération monétaire entre la France et l'UMOA, à savoir la parité fixe avec l'euro et la garantie de convertibilité illimitée et inconditionnelle apportée par la France[2].

En conséquence, la garantie de change ne bénéficie plus à la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), dont le compte d'opérations auprès du Trésor français a été clôturé en avril 2021.

[1] *Dans les faits, il arrivait fréquemment que cette part soit dépassée.*

[2] *Pour une présentation détaillée du contenu, du contexte et des conséquences de ce nouvel accord de coopération, se reporter au rapport n° 289 (2020-2021) de M. Jérôme Bascher, sur le projet de loi autorisant l'approbation de l'accord de coopération entre la France et l'UMOA, fait au nom de la commission des finances, déposé le 20 janvier 2021.*

EXAMEN PAR L'ASSEMBLÉE NATIONALE

En première lecture, l'Assemblée nationale n'ayant pas adopté la première partie du projet de loi, celui-ci est considéré comme rejeté en application du troisième alinéa de l'article 119 du Règlement de l'Assemblée nationale.

En conséquence, sont considérés comme rejetés les crédits de la mission « Engagements Financiers de l'État ».

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mercredi 4 novembre 2026, sous la présidence de M. Thierry Cozic, président, la commission des finances a procédé à l'examen du rapport de M. Albéric de Montgolfier, rapporteur spécial, sur la mission « Engagements financiers de l'Etat » et les Comptes de concours financiers « Accords monétaires internationaux » et « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » -

M. Thierry Cozic, président. – Nous poursuivons nos travaux par l'examen du rapport spécial sur la mission « Engagements financiers de l'État » et les comptes de concours financiers « Accords monétaires internationaux » et « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics ».

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur spécial de la mission « Engagements financiers de l'État » et des comptes de concours financiers « Accords monétaires internationaux » et « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics ». – Mon rapport s'inscrit dans le prolongement direct de celui du rapporteur général.

Quand j'observe le taux de l'obligation assimilable du Trésor (OAT) à dix ans, nous empruntions avant-hier au taux de 4,91 %, hier à 4,93 %. La différence peut paraître minime, mais elle ne représente pas moins qu'une charge supplémentaire de 660 millions d'euros en année pleine, au bout de neuf ans.

Si chaque rapporteur spécial s'efforce généralement d'obtenir des abondements de crédits, je suis sans doute le seul qui souhaiterait voir ceux de sa mission diminuer considérablement. Or c'est loin d'être le cas : depuis l'année dernière, la mission a connu une augmentation spectaculaire de ses crédits, de plus de 23 %, soit près d'un quart. Nous passons ainsi à 74,3 milliards d'euros en autorisations d'engagement (AE) et à 74,5 milliards d'euros en crédits de paiement (CP).

La hausse des CP de la mission, de 14,1 milliards d'euros en un an, s'explique essentiellement par la charge de la dette de l'État. Hors compte d'affectation spéciale (CAS) « Pensions » et mission « Remboursements et dégrèvements », les crédits de la mission deviendront, en 2027, qu'on le veuille ou non, le premier poste de dépenses du budget de l'État en CP, avec un poids significativement supérieur aux crédits de 65,5 milliards d'euros de la mission « Enseignement scolaire » et à ceux de 63,4 milliards d'euros de la mission « Défense ».

Nous sommes au bord d'une situation d'« étranglement » financier de notre pays, avec le risque d'une crise de la dette qui ne peut plus être écarté. Comment en sommes-nous arrivés à une telle situation, qui pose la question de sa soutenabilité pour nos finances publiques ?

La croissance considérable de la charge de la dette, de 13,9 milliards d'euros par rapport à la loi de finances initiale (LFI) pour 2026 et de 10,3 milliards d'euros par rapport au révisé 2026, s'explique à la fois par un effet volume et par un effet de taux, chacun pour 4,7 milliards d'euros par rapport au révisé 2026. Le premier signifie que nous empruntons plus, il correspond à l'augmentation de notre encours de dette ; le second est essentiellement lié à la hausse des taux de long terme, représentant à elle seule 3,6 milliards d'euros.

Pour 2027, la prévision de charge de la dette de l'État s'appuie sur l'hypothèse d'une augmentation à 3 % des taux à trois mois fin 2026, qui se stabiliseraient à ce niveau fin 2027 et au-delà, et, pour les taux longs à dix ans, à 4,2 % fin 2026 et à 4,3 % fin 2027. Ces hypothèses sont optimistes au regard du taux à environ 5 % pour l'OAT à dix ans auquel nous empruntons actuellement.

Les chiffres sont vertigineux en raison d'un montant de dette considérable. Une augmentation de 0,1 point du taux d'emprunt représente, après neuf ans, 3,3 milliards d'euros, une augmentation de 1 point, 33 milliards d'euros, soit la moitié du budget de l'éducation nationale.

En comptabilité nationale, la charge de la dette de l'État devrait s'élever à 74,9 milliards d'euros en 2027, ce qui correspond à une augmentation de 10 milliards d'euros par rapport à 2026. Si nous continuons au même rythme, son montant pourrait atteindre 86,8 milliards d'euros en 2028, puis 97,1 milliards d'euros en 2029.

Par comparaison, rappelons que les recettes fiscales annuelles nettes de l'État sont de l'ordre de 300 milliards d'euros. Autrement dit, approximativement un tiers de ces recettes fiscales serait consacré au paiement de la charge de la dette.

J'évoquais à l'instant l'effet taux. L'année 2026 a été marquée par une remontée généralisée des taux d'intérêt souverains. Les spécialistes interrogés à l'occasion de la préparation du budget pour 2027 évoquent des facteurs communs à l'ensemble des États, en particulier la crise au Moyen-Orient, provoquant l'envolée du prix du pétrole, l'augmentation des anticipations d'inflation et des taux directeurs de la politique monétaire. S'ajoutent les besoins considérables de financement de l'intelligence artificielle (IA), lesquels entraînent peut-être un effet d'érosion sur les dettes d'État. De plus, des pays qui n'étaient pas emprunteurs, par exemple l'Allemagne, le sont devenus. La France, traditionnellement le premier emprunteur en Europe, entre ainsi en concurrence avec d'autres pays dans un contexte d'augmentation de l'ensemble des taux souverains.

Par rapport aux autres États, la France présente cependant un écart de taux, ou *spread*, qui a considérablement augmenté au cours des derniers mois. Au 1er janvier 2026, le taux français à dix ans s'élevait à 3,58 %, contre un taux allemand à 2,88 %, soit un *spread* de + 70 points de base ou de 0,7 %.

Aujourd'hui, le taux français à dix ans s'établit à plus de 4,90 %, après avoir dépassé fin octobre le seuil de 5 %, quand l'Allemagne emprunte à un taux évoluant de 140 à 150 points de base de moins. Réaliser des économies substantielles commencerait par pouvoir emprunter à un taux plus proche de celui de nos partenaires, l'Allemagne ou les pays du sud de l'Europe.

Pourquoi un tel écart de taux concerne-t-il la France et pourquoi l'attention des investisseurs se porte-t-elle désormais à ce point sur les niveaux élevés de notre dette et de notre déficit ? Des pays comme l'Italie ou la Grèce affichent des taux d'endettement public supérieurs au nôtre, mais empruntent à des coûts inférieurs. Ils ont cependant consenti à des efforts sur leur déficit primaire, c'est-à-dire sur leur déficit avant remboursement de la dette. L'Italie est ainsi proche de l'équilibre primaire.

Pour notre part, nous ne présentons pas cet équilibre, avec environ 90 milliards d'euros par an de déficit avant remboursement de notre dette. Telle est fondamentalement la difficulté, celle que scrutent les investisseurs et qui influence leur niveau de confiance.

Notre niveau d'endettement public s'établissait à près de 3 600 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2026. Pour 2027, avec des emprunts qui arrivent à échéance et qu'il faudra refinancer à des taux bien plus élevés qu'ils ne l'étaient, et tenue de financer son déficit annuel, la France prévoit d'emprunter sur les marchés le montant record de 340 milliards d'euros.

C'est pourquoi, au regard de cette situation budgétaire inquiétante, je vous ai indiqué qu'un scénario de crise de la dette ne peut aujourd'hui plus être écarté. Nous pourrions nous retrouver dans une position, comme l'ont été l'Italie ou le Royaume-Uni, où les taux sont si élevés que l'emprunt devient impossible. Or le Mécanisme européen de stabilité (MES), doté de 500 milliards d'euros, et les dispositifs de la Banque centrale européenne (BCE) ou ceux du Fonds monétaire international (FMI) ne sont pas calibrés pour un tel niveau de dette, à 3 600 milliards d'euros. Ce serait un scénario totalement inédit, sans solution immédiate.

Le risque existe, en cas de crise de confiance des investisseurs, d'un emballement sur les marchés obligataires conduisant à une crise de la dette au travers d'une envolée des *spreads* et des coûts de refinancement qui pourraient atteindre de 5 % à 7 %. Dans un tel scénario, plus de la moitié de nos recettes fiscales servirait au paiement des intérêts de notre dette.

Trois facteurs seraient susceptibles de déclencher une crise de confiance des investisseurs.

Premièrement, une incapacité à inverser la trajectoire du déficit et de la dette vers la cible annoncée. Or d'importants doutes subsistent en la matière. Ce que le rapporteur général Christine Lavarde vient de nous exposer à l'occasion de la présentation de son rapport sur les principaux éléments de l'équilibre sur le projet de loi de finances pour 2027 n'est guère rassurant. Le

budget pour 2027 se fonde sur des hypothèses de croissance optimistes, assez irréalistes.

Deuxièmement, un blocage institutionnel et une incapacité durable à voter les budgets. Tous les investisseurs nous interrogent actuellement sur l'adoption d'un budget pour 2027 et sur ses modalités les plus probables, ordonnances ou recours à l'article 49 alinéa 3 de la Constitution. Nul n'est évidemment en mesure de leur répondre.

Troisièmement, une remise en cause des engagements européens.

Notre audition récente du directeur général de l'Agence France Trésor (AFT) a confirmé que notre programme de financement actuel est réalisé à plus de 90 %. L'inquiétude porte ainsi non sur cette fin d'année, mais sur le début de 2027. Comment nos émissions de titres se dérouleront-elles et quels en seront les taux ?

J'en viens aux crédits consacrés aux appels en garantie de l'État.

Les crédits inscrits au programme 114 « Appels en garantie de l'État (crédits évaluatifs) », pour 1,12 milliard d'euros en 2027, connaissent une nette augmentation par rapport à la LFI pour 2026. Ils s'élevaient alors à 790,4 millions d'euros. Leur augmentation de 41,8 % est notamment liée à l'évolution des prêts garantis par l'État (PGE) à la suite de sinistres et traduit la difficulté d'un certain nombre d'entreprises. Par rapport à l'évaluation initiale, le dépassement excède 1 milliard d'euros.

Un mot sur les comptes spéciaux attachés à la mission.

Dans la continuité des années précédentes, le compte de concours financiers « Accords monétaires internationaux » n'est pas doté de crédits pour 2027.

Le compte de concours financiers « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics » présente de nouveau un solde excédentaire, à 605,9 millions d'euros en 2027. Cet excédent s'élevait à 447,1 millions d'euros dans la LFI pour 2026.

En conclusion, je vous propose d'adopter les crédits de la mission « Engagements financiers de l'État » tels que modifiés par un amendement de sincérisation comptable visant à supprimer la provision pour charge d'indexation des obligations indexées sur l'inflation, d'un montant de 8,5 milliards d'euros. Je préférerais cependant que les crédits de la mission n'augmentent pas, que nous affichions une trajectoire budgétaire claire et que nous réduisions notre déficit primaire.

Je vous propose par ailleurs d'adopter, sans modification, les crédits des deux comptes de concours financiers de l'État.

Mme Christine Lavarde, rapporteur général. – Cette présentation s'inscrit effectivement dans la droite ligne de celle que je vous ai précédemment faite. J'abonde dans le sens de notre rapporteur spécial : nous

devons tout entreprendre pour maîtriser nos dépenses discrétionnaires et réduire notre déficit primaire. Tel est bien le message à retenir.

Concernant les hypothèses d'évolution de la dette et des taux d'intérêt, le risque est bien réel.

M. Pascal Savoldelli. –Le lien entre les deux rapports qui viennent de nous être présentés est évident.

Quel est l'effet estimé sur la charge de la dette, en 2027, du resserrement sur le taux à dix ans français ? Les comparatifs avec d'autres pays qui nous environnent requièrent de se pencher sur le niveau du taux d'emprunt en fonction de sa durée.

Par ailleurs, quelle analyse portez-vous sur les causes exogènes de notre niveau d'endettement, sur celles qui ne relèvent pas directement du pouvoir exécutif ? À cet égard, j'observe que les grands groupes technologiques engagent des ressources financières majeures pour le développement de leurs centres de données et leurs infrastructures de calcul. Pour cela, ils recourent à l'emprunt et à l'endettement. Par le capital colossal qu'ils mobilisent, n'entrent-ils pas en concurrence avec les États sur les marchés obligataires ? Ne sont-ils pas la cause première de la hausse du prix de l'argent à l'échelle mondiale ? Et une partie de la charge d'intérêt que supportent les services publics français ne rémunère-t-elle pas l'épargne que s'arrachent les entreprises de l'IA ?

Mme Nathalie Goulet. –J'ai eu le plaisir de rapporter les crédits de cette mission entre 2017 et 2020, à une époque où les taux d'intérêt étaient négatifs, ce qui change évidemment la donne.

J'ai deux questions. La première porte sur le passage du franc CFA à l'éco : nous avions une ligne budgétaire dédiée et avions d'ailleurs consacré un rapport de contrôle à ce sujet. En avons-nous à peu près terminé avec ce dossier ?

Ma seconde question concerne les engagements hors bilan de l'État : avons-nous une idée du montant de ces engagements qui viennent s'ajouter à la dette ?

M. Jean-François Husson. – Face à ce constat qui s'inscrit dans la durée, le Gouvernement entend-il l'alerte ? Les ministres compétents et les services de Bercy sont-ils en contact étroit avec vous à ce sujet ? Comme le rappelait le rapporteur général tout à l'heure au regard de la situation de notre pays, l'alternative est simple : soit nous laissons tout filer, soit nous nous fixons des objectifs de redressement. En tout état de cause, nous ne pouvons pas laisser la dette continuer à déraper ainsi. Avez-vous pu échanger avec les membres du Gouvernement et l'administration de Bercy sur des perspectives communes et d'éventuelles solutions ?

M. Alexandre Ouizille. – Je ferai trois observations.

Premièrement, après avoir longtemps joué sur les hypothèses de croissance pour afficher un équilibre budgétaire, les gouvernements jouent désormais sur les prévisions de taux des OAT. Les hypothèses retenues dans ce budget pour l'OAT à dix ans, à savoir 4,2 % pour fin 2026 et 4,3 % pour fin 2027, sont aujourd'hui assez éloignées de la réalité, ce qui étend la question de la sincérité budgétaire à de nouveaux indicateurs.

Deuxièmement, pour ce qui est de votre analyse des risques, monsieur le rapporteur spécial, je ne suis pas d'accord avec la comparaison que vous faites entre la capacité du MES, doté de 500 milliards d'euros, et l'encours de la dette française, qui est de 3 600 milliards d'euros. L'enjeu ne réside pas dans la capacité du MES à absorber notre stock de dette. Nous savons tous qu'en dernier ressort – il faut dire les choses – la Banque centrale européenne a vocation à soutenir les États. La question que vous posez à juste titre tient au fait que la BCE n'intervient qu'à ses propres conditions. Or une grande démocratie se doit de gérer ses comptes souverainement ; la perspective d'une intervention de la BCE assortie d'une mise sous programme, telle que l'ont connue certains États européens, poserait un réel problème démocratique.

Troisièmement, vous n'avez pas abordé un paramètre sous-jacent qui me paraît pourtant essentiel : dans le ratio rapportant la dette au PIB, il y a certes la dette, mais il y a aussi le PIB. *Quid* de notre capacité à réactiver une politique de soutien à l'activité ? Une logique strictement centrée sur la réduction de la dette et du déficit conduit à détruire de l'emploi et de la croissance, à l'image de ce qu'ont vécu plusieurs pays européens, qui ont ensuite peiné à s'en remettre. Il appartient donc également à notre commission de travailler sur ce dénominateur qu'est la croissance économique.

M. Michel Canévet. – Nous avons auditionné récemment l'économiste François Geerolf, de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), selon qui la poursuite de l'endettement de la France ne serait pas préoccupante, notamment en raison du niveau élevé de l'inflation. Que pense le rapporteur spécial de cette thèse ?

Par ailleurs, au-delà de la dette de l'État dont nous débattons ici, qu'en est-il de la dette portée par la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) et de celle qu'accumule l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Acoss), que la Cades ne peut actuellement reprendre en raison du plafonnement de ses reprises ? Le contexte actuel a-t-il une incidence sur les conditions d'emprunt de ces deux organismes ? Et l'Agence France Trésor assure-t-elle également le suivi de ces deux entités ?

M. Grégory Blanc. – Sur l'amendement qui nous est soumis, je m'abstiendrai. Certes, il s'agit de mettre en œuvre une recommandation de la Cour des comptes, dont j'ai pris connaissance du rapport, mais son adoption interviendrait au cours d'une année somme toute très particulière. Cette régularisation, sans avoir d'impact en trésorerie, reviendrait à faire peser le surcroît d'inflation de cette année sur le budget de l'exercice suivant.

Nous devons pouvoir dresser, en toute transparence, le bilan de l'ensemble du quinquennat sur une base constante ; voter un tel amendement portant sur plus de 8 milliards d'euros soulèverait de ce point de vue une difficulté méthodologique. Sans revenir sur l'origine de cette provision instituée en 2000, qui répondait, si ma mémoire est bonne, à des enjeux comptables liés aux règles européennes, il me semble donc, au-delà du fond, qu'un argument de forme plaide pour le maintien d'indicateurs permettant une évaluation à périmètre constant sur toute la durée du quinquennat.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur spécial. – Pour répondre tout d'abord à Pascal Savoldelli, l'écart de taux – le *spread* – avec l'Italie représente l'équivalent de 1,4 milliard d'euros en charge de la dette. Je rappelle que la maturité moyenne de la dette française s'établit à environ huit ans et demi : c'est à la fois une protection et une partie du problème. Contrairement à un particulier ou à une entreprise qui devrait renégocier son prêt à l'échéance, l'État ne refinance pas simultanément ses 3 600 milliards d'euros de dette. La hausse des taux produit donc un effet progressif, presque imperceptible au départ, mais qui se déploie pleinement au bout de neuf ans.

Je partage par ailleurs entièrement l'analyse de notre collègue concernant l'intelligence artificielle. Comme je l'ai indiqué dans mon propos liminaire, la hausse mondiale des taux souverains résulte de plusieurs facteurs, même si la France est sans doute plus exposée que d'autres. D'une part, la demande de financement des États est très soutenue : l'Allemagne, qui n'empruntait plus, recourt de nouveau au marché, tandis que les États-Unis ont des besoins considérables. D'autre part, à ces tensions s'ajoutent des facteurs géopolitiques – conflit au Moyen-Orient, renchérissement de l'énergie – ainsi que la concurrence directe des géants de la tech, dont les besoins d'investissement massifs entrent en compétition avec les dettes souveraines. L'épargne mondiale disponible n'étant pas illimitée, les investisseurs procèdent à des arbitrages. Nous ne pouvons les contraindre à souscrire des titres français s'ils anticipent de meilleurs rendements dans l'intelligence artificielle – cela ne veut pas dire que nous n'aurons pas à en reparler lorsque la bulle aura éclaté… Cette double concurrence, étatique et privée, est aujourd'hui incontournable.

Madame Goulet, je dois avouer que le temps nous a manqué cette année pour approfondir la question du franc CFA ou celle des engagements hors bilan, mes auditions s'étant concentrées sur l'urgence de la dette souveraine ; il nous faudra y revenir.

Jean-François Husson pourrait sans doute répondre lui-même à la question qu'il me pose. Soyons très clairs : les gouvernements successifs se contrefichent du Sénat ! Les Mozart de la finance, Bruno Le Maire en tête, avec 1 400 milliards d'euros de dette supplémentaire au compteur depuis 2017, ne tiennent aucun compte de nos travaux depuis des années. Ils nous écoutent mollement, font semblant d'acquiescer, mais ne retiennent aucun de nos amendements. J'étais rapporteur général du budget au moment de la crise du

covid, et je mettais en garde contre les dérives du « quoi qu'il en coûte » : on me traitait d'imbécile. Le pays a vécu sous anesthésie à l'époque des taux nuls ou négatifs qu'évoquait Nathalie Goulet : on répétait aux Français qu'il était inutile de faire des efforts puisque nous empruntions à 0,15 %. Aujourd'hui, l'anesthésie se dissipe, nous sommes en salle de réveil, après l'opération, et ça fait mal !

Pourtant, l'exécutif, tout à sa science infuse, continue d'ignorer le Sénat. On organise des colloques sur la dette, on célèbre à grands frais le centenaire de la direction du budget, mais on se contrefiche de ce que dit le Sénat. Comme nous l'avions fait observer à Bruno Le Maire lors de son audition, nous n'en serions pas là si notre assemblée avait été un tant soit peu écoutée.

Quant à dialoguer avec le Gouvernement, autrement dit avec des gens incompétents, je n'en vois pas l'utilité : ça ne sert à rien. Depuis dix ans, l'exécutif nous raconte que la dette est parfaitement gérée. Résultat : l'encours a bondi de 1 400 milliards d'euros et nous touchons aux limites de la soutenabilité budgétaire. Lors de la dernière audition de la première présidente de la Cour des comptes, Amélie de Montchalin, j'ai préféré quitter la salle tant ce discours m'est insupportable. Je rappelle d'ailleurs que cette dernière a exercé, comme d'autres qui ont aujourd'hui des ambitions présidentielles – Gabriel Attal, Gérald Darmanin –, les fonctions de ministre chargé du budget : tous sont pleinement coresponsables de la dérive. Je refuse désormais d'écouter ceux qui nous répètent chaque année que tout va bien, alors que chacun mesure aujourd'hui l'ampleur du désastre.

M. Ouizille a évoqué le rôle de la BCE. S'il existe certes des instruments européens de sauvegarde, une intervention de la BCE supposerait l'accord des autres États membres et reste en principe exclue pour les pays qui sont en procédure de déficit excessif. Surtout, nous faisons face à une configuration inédite : le monde a déjà connu des crises des dettes souveraines, mais jamais d'une telle ampleur.

Pour ce qui est de la Cades et de l'Acoss, ce sujet relève de notre collègue Vincent Delahaye, chargé du suivi de la dette sociale en tant que rapporteur pour avis de la commission des finances sur le projet de loi de financement de la sécurité sociale.

D'une manière générale, le temps de l'anesthésie est passé : c'est l'heure du réveil.

Article 58 (état B)

M. Thierry Cozic, président. – Nous en venons à l'examen de l'amendement FINC.1.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur spécial. – Cet amendement, je l'ai dit, vise à supprimer la provision pour charge d'indexation. J'ignore si

cette année est la plus propice, mais il s'agit de traduire une recommandation expresse de la Cour des comptes.

M. Vincent Capo-Canellas. – Je m'interroge sur l'effet budgétaire important de cet amendement : une telle suppression n'est-elle pas une prise de risque ?

M. Grégory Blanc. – Ce débat met en présence deux conceptions de la transparence. La logique de l'État, certes discutable, consiste à provisionner dès à présent un risque futur ; celle de la Cour des comptes vise au respect strict des règles budgétaires. Mais nous ne pouvons pas simplement effacer 8,5 milliards d'euros d'un trait de plume sans anticiper le coût qui en résultera l'an prochain.

Si nous supprimons cette provision, nous devons à tout le moins disposer d'un indicateur de suivi, par exemple au sein du projet annuel de performances (PAP), afin que les arguments relatifs à la transparence avancés par l'administration soient également pris en compte. En l'état, j'ai le sentiment que nous nous arrêtons au milieu du gué. Sans doute conviendra-t-il, le moment venu, de toiletter la loi organique relative aux lois de finances (Lolf). Je ne me prononce pas sur l'opportunité de procéder à cette modification cette année, mais, dans l'immédiat, il me paraît indispensable de disposer d'une information complète avant de trancher.

M. Arnaud Bazin. – Si je comprends bien l'objet de cet amendement, il vise à supprimer le provisionnement de la charge d'indexation du capital des OAT indexées sur l'inflation, titres qui sont majoritairement acquis par la Caisse des dépôts et consignations (CDC).

Or l'État projette, dans le cadre de ce projet de budget, de prélever 1,4 milliard d'euros sur les fonds en déshérence gérés par la Caisse des dépôts, ce qui privera cette dernière d'une ressource gratuite et lui coûtera 60 millions d'euros par an de manière récurrente, sauf à réduire d'autant son programme d'investissement. En outre, l'État sollicite deux nouvelles avances portant respectivement sur le fonds d'épargne et sur le résultat de la section générale de la CDC. Le Gouvernement est donc en train d'aspirer toutes les liquidités qu'il peut légalement mobiliser auprès de cet établissement. Dès lors, ne court-on pas le risque, en adoptant cet amendement, d'inciter l'État à équilibrer cet effet par de nouveaux prélèvements sur la Caisse des dépôts ?

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur spécial. – Je vais malheureusement vous décevoir : l'adoption de cet amendement ne changera rien au déficit au sens de la comptabilité nationale et n'effacera pas réellement 8,5 milliards d'euros de dépenses.

Cet amendement a deux motifs : d'une part, il traduit une recommandation de la Cour des comptes, mais il vise surtout, d'autre part, à mettre fin à une entorse manifeste à la Lolf. En effet, l'article 28 de la loi organique consacre le principe d'une comptabilité budgétaire de caisse. Or cette provision pour charge d'indexation constitue la seule exception à cette

règle sur l'ensemble du budget de l'État. C'est donc dans un double souci de sincérité et de régularité comptables que je vous propose de la supprimer.

Comme le précisent les deux derniers alinéas de l'exposé des motifs de l'amendement, auxquels je vous renvoie, cette mesure n'entraînera aucune perte d'information, ni pour le Parlement ni pour les citoyens. Elle représentera au contraire une amélioration en matière de présentation des décaissements : la charge d'indexation demeurera retracée dans la comptabilité générale de l'État, tenue en droits constatés, ainsi que dans le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances.

Enfin, cette opération purement technique et comptable n'emporte aucun risque financier : si elle améliore facialement le solde budgétaire, elle reste parfaitement neutre sur le besoin de financement de l'État comme sur le solde en comptabilité nationale, puisque cette provision fait déjà l'objet d'une neutralisation dans le tableau de financement. Nous ne réduirons donc pas le déficit réel par un simple vote en commission – ce serait trop facile ! Il s'agit uniquement de mettre notre présentation budgétaire en conformité avec les principes de la Lolf.

Mme Marie-Claire Carrère-Gée. – Qu'en est-il du déficit au sens de Maastricht ? Cette suppression n'améliore-t-elle pas le ratio rapporté au PIB ?

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur spécial. – Elle ne modifie que le solde budgétaire de l'État. En revanche, elle n'a aucune incidence sur le déficit public notifié au sens du traité de Maastricht, qui est établi en comptabilité nationale.

Mme Marie-Claire Carrère-Gée. – Le déficit prévisionnel de 5,4 % du PIB reste donc inchangé ?

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur spécial. – Hélas, oui !

L'amendement FINC.1 est adopté.

La commission a décidé de proposer au Sénat d'adopter les crédits de la mission « Engagements financiers de l'État », sous réserve de l'adoption de son amendement.

La commission a décidé de proposer au Sénat d'adopter, sans modification, les crédits des comptes de concours financiers « Accords monétaires internationaux » et « Prêts et avances à divers services de l'État ou organismes gérant des services publics ».

*

* *

Réunie à nouveau le jeudi 19 novembre 2026, sous la présidence de M. Thierry Cozic, président, la commission a confirmé définitivement ses votes émis sur toutes les missions, tous les budgets annexes, tous les comptes spéciaux et les articles rattachés aux missions, ainsi que les amendements qu'elle a adoptés, à l'exception des votes émis pour les missions « Action extérieure de l'État », « Aide publique au développement », « Crédits non répartis », « Cohésion des territoires », « Culture », « Sécurités », « Travail, emploi et administration des ministères sociaux », ainsi que les comptes spéciaux et articles qui s'y rattachent.

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES

Agence France Trésor

- M. Antoine DERUENNES, directeur général ;

- M. Pierre BESSON, chef du bureau de la Trésorerie de l'État ;

- M. Adrien BONOMO, adjoint au chef du bureau de la Trésorerie de l'État.

Banque de France

- M. Yannick KALANTZIS, directeur adjoint de la direction générale des statistiques, des études et de l'international ;

- Mme Véronique BENSAID-COHEN, conseillère parlementaire auprès du Gouverneur ;

- M. Mathias SETTERBLAD, chargé de mission.

Standard & Poor's

- M. Mickael VIDAL, directeur;

- M. Rémy CARASSE, lead analyst ;

- M. Gerben DE NOORD, senior european regulatory advisor.

Société Générale

- M. Olivier VION, managing director, responsable de l'origination et de la syndication pour les marchés de capitaux souverains, supranationaux et agences ;

- M. Olivier DE BOYSSON, économiste, responsable de l'analyse des pays émergents ;

- M. Frédéric JACOB-PERON, directeur des affaires publiques.

BNP Paribas

- M. Benito BABINI, managing director, responsable global du conseil aux souverains et en dette ;

- M. Stéphane COLLIAC, économiste, responsable de l'équipe Économies avancées ;

- M. Laurent BERTONNAUD, directeur des affaires publiques.

Audition conjointe de spécialistes de la dette publique

- Mme Anne-Laure KIECHEL, présidente fondatrice de la société de conseil en dette souveraine et politiques économiques Global Sovereign Advisory (GSA) ;

- M. Eric MONNET, économiste, directeur d'études à l'École des hautes études en sciences sociales (EHESS) et professeur d'économie à l'École d'économie de Paris.

LA LOI EN CONSTRUCTION

Pour naviguer dans les rédactions successives du texte, le tableau synoptique de la loi en construction est disponible sur le site du sénat à l'adresse suivante :

https://www.senat.fr/dossier-legislatif/pjlf2027.html