

La dette n'est plus un amortisseur mais un accélérateur de fragilité

Impacts des effets de la hausse de l'OAT 10 ans

Un désendettement manqué, un isolement européen

La crise du COVID-19 a provoqué une hausse brutale et généralisée de l'endettement public en Europe. Tous les États membres ont vu leur ratio dette/PIB bondir en 2020. Mais depuis, leurs trajectoires ont divergé de manière spectaculaire.

Entre 2019 et 2025, la France a vu sa dette publique augmenter de 17,5 points, passant de 98,1% à 115,6% du PIB, soit l'une des plus fortes progressions de la zone euro. Dans le même temps, la hausse moyenne en zone euro n'a été que de 4,9 points. L'Allemagne n'a augmenté la sienne que de 4 points environ (à 64 %), l'Italie de 3 points, l'Espagne de 5,5 points.

Surtout, les pays qui étaient les plus endettés ont été ceux qui se sont le plus vigoureusement désendettés : la Grèce a réduit son ratio de 30,9 points, le Portugal de 19,0 points, Chypre de plus de 20 points. La France, elle, est le seul grand pays européen à avoir emprunté un chemin inverse.

Pays	2019	Q3 2025	Variation	Déficit 2025 (est.)	Tendance
France	98,1 %	117,7 %	+19,6 pts	5,4 %	Hausse continue
Allemagne	59,8 %	~64 %	+4,2 pts	3,1 %	Maîtrisée
Italie	134,8 %	137,8 %	+3,0 pts	3,0 %	Quasi-stable
Espagne	97,7 %	103,2 %	+5,5 pts	2,5 %	En décline
Portugal	116,6 %	97,6 %	-19,0 pts	~0,0 %	Désendettement rapide
Grèce	180,6 %	149,7 %	-30,9 pts	Excédent	Désendettement rapide
Zone euro	83,6 %	88,5 %	+4,9 pts	3,2 %	Moyenne

Source : Eurostat (Q3 2025, publié le 22 janvier 2026) ; FIPECO (avril 2025). Commission européenne (Autumn 2025 forecast, nov. 2025) et DGFIP pour les déficits 2025. Dette au sens de Maastricht.

La dette publique n'est plus un stabilisateur, c'est un piège

La théorie économique assigne à la dette publique une fonction de stabilisateur automatique : en période de choc, l'État doit pouvoir s'endetter pour absorber le ralentissement, soutenir l'activité et protéger les ménages. C'est ce que la France a fait avec succès en 2020 face au COVID et en 2022 lors de la crise énergétique.

Mais cette capacité suppose un prérequis : disposer de marges budgétaires suffisantes en amont. Or, depuis 2020, la France n'a pas réussi à ramener son déficit durablement sous la barre des 5 % du PIB, ce qui constitue un cas unique parmi les grandes économies européennes et dans l'Histoire de notre pays. En 2025, le déficit s'est établi à 5,4%, loin devant l'Italie (3%) et l'Allemagne (3,1%). La dette dépasse désormais 117,4% du PIB (Q3 2025, INSEE), la charge d'intérêts atteindra 74 milliards d'euros en 2026, devenant ainsi le premier poste budgétaire de l'État. En parallèle, la note souveraine a été dégradée deux fois en 2025 par Fitch (septembre) et S&P (octobre).

Dans ces conditions, la dette publique n'est plus un instrument de politique contracyclique. Elle est devenue une contrainte qui se resserre à chaque choc.

L'OAT¹ 10 ans à 3,9 % : symptôme et amplificateur

La hausse de l'OAT 10 ans à 3,9 % (son plus haut niveau depuis 2009) le 23 mars 2026, même s'il a été temporaire² est à la fois un symptôme et un amplificateur de cette fragilité.

Symptôme, car elle résulte de trois facteurs convergents : la flambée pétrolière liée au conflit iranien (Brent au-dessus de 110 \$/b), ravivant les anticipations d'inflation et poussant la BCE vers un resserrement monétaire ; un spread OAT-Bund³ à environ 74 points de base, reflet d'une prime de risque spécifiquement française dû au contexte politique plus que précaire ; enfin, une anticipation de mauvaise gestion projetée des finances publiques françaises et une absence totale d'assainissement à moyen terme.

Amplificateur, car chaque point de base supplémentaire renchérit le coût de l'immense stock de dette à renouveler : 310 milliards d'euros d'émissions prévues en 2026 par l'Agence France Trésor, dont 174 milliards d'obligations arrivant à échéance, contractées à des taux de 0 à 1,2 % et refinancées à plus de 3,5% (ce qui représente un surcoût de 5 milliards d'euros rien que pour cette année). Au total, l'OAT a pris 60 points de base en cinq semaines (de 3,30 % mi-février à 3,90 % le 23 mars).

Le piège de la maturité : chaque emprunt coûte cher pendant dix ans

À la différence d'un choc temporaire, la hausse des taux longs enferme l'État dans un surcoût durable. Une obligation émise aujourd'hui à 3,9 % coûtera ce taux pendant toute sa maturité (dix ans ou plus). Le rapport du Sénat sur le PLF 2026, citant l'Agence France

¹ Obligations assimilables au Trésor. Il s'agit de la forme unique du financement de l'Etat à moyen et long terme. Le taux de l'OAT est assimilable au taux d'intérêt payé sur notre dette.

² L'OAT est redescendu en dessous de 3,7% en fin de journée à la suite des annonces de Trump

³ Soit la différence entre le taux sur la dette française et celui sur la dette allemande, mesurant la prime de risque exigée par le marché pour un investissement entre les deux pays.

Trésor, chiffre l'impact d'une hausse de 100 points de base des taux d'intérêt à 32,1 milliards d'euros de charge supplémentaire à l'horizon N+9. Le modèle Mésange de la DG Trésor et de l'INSEE estime par ailleurs qu'une telle hausse induit une perte cumulée de PIB de 0,8 point en trois ans.

Cela interdit de facto toute relance budgétaire par la dette : s'endetter davantage dans ces conditions, c'est alourdir durablement la charge d'intérêts, au détriment des dépenses d'investissement, d'éducation et de défense. Il serait donc très risqué que le gouvernement mobilise cet outil structurel pour répondre à une demande conjoncturelle liée à la volatilité des prix de l'énergie.

Retrouver des marges sans fragiliser le tissu productif

Face à cette contrainte, la tentation du levier fiscal est forte. Mais renforcer la pression fiscale sur les entreprises dans un contexte où les défaillances sont au plus haut depuis 2019 et où la croissance reste fragile (0,9 % en 2025) reviendrait à affaiblir la seule base productive capable de générer les recettes futures nécessaires au désendettement. Cinq des sept pays ayant un déficit inférieur à 3 % du PIB, dont le Portugal et la Grèce, ont retrouvé l'équilibre non pas par la hausse des impôts mais par la croissance et la maîtrise de la dépense.

La voie de sortie passe par la maîtrise des dépenses courantes, la simplification administrative et un cadre fiscal stable, prévisible et non punitif, permettant aux entreprises d'investir, d'innover et de créer de la valeur, seule manière de reconstituer les marges budgétaires dont la France a désormais cruellement besoin.

Synthèse : effets d'une hausse de 10 pb de l'OAT 10 ans

Indicateur	Impact	Horizon	Source principale
Charge de la dette	+0,3 Md€	1ère année	AFT / Sénat (PLF 2026)
Charge cumulée	+3,2 Md€	Année N+9	AFT (annexe dette APU)
Croissance (PIB)	-0,08 pt de PIB	Cumulé 3 ans	Mésange (DG Trésor / INSEE)
Crédit immobilier	+5 à +10 pb	4-8 semaines	Crédit Logement ; CAFPI
Capacité emprunt	-2 000 €	Immédiat	Calcul mécanique ; HCSF
Déficit public	+0,03 pt de PIB	Année N	HCFF ; Cour des comptes
Crédit d'entreprises	+5 à +8 pb	4 – 8 semaines	Banque de France ; FBF



Impacts d'une hausse de 10 points de base de l'OAT 10 ans

Estimation des effets sur l'économie française si le choc est durable

+0,3 Md€ par an (1ère année)	Charge de la dette de l'Etat Surcoût annuel sur les émissions de dette de l'État Impact mécanique sur les 310 Md€ d'émissions MLT prévues en 2026. Effet cumulatif sur 9 ans : +3,2 Md€ par tranche de +10 pb (effet boule de neige du renouvellement). <i>Source : AFT ; Rapport Sénat sur le PLF 2026 (annexe dette des APU)</i>
-0,08 pt de PIB (cumulé 3 ans)	Croissance (PIB) Perte cumulée d'activité à horizon 3 ans Hausse du coût du capital, contraction de l'investissement productif et résidentiel, effet de richesse négatif sur la consommation. <i>Source : Modèle Mésange (DG Trésor / INSEE) — variante +100 pb = -0,8 pt de PIB</i>
+5 à +10 pb	Taux de crédit immobilier Hausse des taux fixes proposés aux emprunteurs Transmission indirecte via le coût de refinancement des banques. L'OAT 10 ans sert de référence pour la tarification des crédits à taux fixe (délai : 4 à 8 semaines). <i>Source : Observatoire Crédit Logement/CSA; CAFPI (mars 2026)</i>
-2000€ (prêt 25 ans)	Capacité d'emprunt Baisse de la capacité d'emprunt par ménage Réduction mécanique du montant empruntable à mensualité constante, dans le cadre du plafond d'endettement HCSF à 35 % des revenus nets. <i>Source : Calcul mécanique ; HCSF (norme du 3 mars 2026)</i>
+0,03 pt de déficit / PIB	Déficit public Aggravation du déficit des administrations publiques Effet direct via la charge de la dette + effet indirect via le ralentissement de l'activité (moindres recettes fiscales). Déficit déjà supérieur à 5 % du PIB. <i>Source : HCFP ; Cour des comptes (rapport fév. 2026) ; calcul IDEP</i>



+5 à +8 pb

sur le taux moyen SNF

Coût du crédit aux entreprises

Hausse du taux d'intérêt des nouveaux financements aux SNF

L'OAT sert de référence pour le refinancement bancaire. Le taux moyen des nouveaux crédits aux SNF (3,52 % en déc. 2025) va remonter après une année de décrue. Impact amplifié pour les PME, dont le taux est déjà supérieur (~3,5 %) à celui des GE (~3,4 %).

Source : Banque de France, Stat. financement des entreprises (déc. 2025) ; FBF

Méthodologie et sources

Contexte de marché (23 mars 2026)

L'OAT 10 ans a atteint 3,9 % ce 23 mars 2026, un seuil inédit depuis 2009. Cette hausse s'inscrit dans un contexte de choc pétrolier lié au conflit iranien (Brent au-dessus de 110 \$/b), de ton restrictif de la BCE (révision à la hausse des prévisions d'inflation, deux hausses de taux anticipées d'ici décembre), et de prime de risque persistante sur la dette française (spread OAT-Bund : environ 74 pb). Depuis mi-février (OAT à 3,30 %), la hausse est de +60 pb en 5 semaines.

Détail des calculs

Charge de la dette (effet immédiat) : L'AFT prévoit 310 Md€ d'émissions nettes à moyen et long terme en 2026. Une hausse de 10 pb du taux moyen d'émission génère un surcoût de $310 \text{ Md€} \times 0,001 = 310 \text{ M€}/\text{an}$. Les obligations arrivant à échéance en 2026 (174 Md€) avaient un taux moyen de 1,2 % ; elles sont renouvelées à environ 3,5 %, générant un supplément d'intérêt de 4 Md€ indépendamment du choc supplémentaire.

Charge de la dette (effet cumulatif) : Le rapport du Sénat sur le PLF 2026, citant l'AFT, indique qu'une hausse de 100 pb en année N provoque une hausse de la charge de la dette de 32,1 Md€ en année N+9. Proportionnellement, +10 pb = +3,2 Md€ à l'horizon de 9 ans.

PIB (modèle Mésange) : Le modèle Mésange (DG Trésor / INSEE) estime qu'une hausse de 100 pb des taux d'intérêt induit une perte cumulée de PIB de 0,8 point en trois ans. Transmission par le coût du capital, l'effet de richesse négatif et la contraction du crédit. Par linéarité : +10 pb = -0,08 pt de PIB cumulé sur 3 ans.

Crédit immobilier : L'OAT 10 ans sert de référence pour le coût de refinancement des banques. L'Observatoire Crédit Logement/CSA et CAFPI documentent un pass-through de 50 % à 100 % avec un délai de 4 à 8 semaines. En mars 2026, les taux moyens s'établissent à 3,26 % sur 20 ans et 3,41 % sur 25 ans (CAFPI).

Capacité d'emprunt : Le HCSF plafonne l'endettement à 35 % des revenus nets (décision du 3 mars 2026). Pour un ménage empruntant sur 25 ans à 1 500 €/mois, +10 pb du taux réduit la capacité d'emprunt d'environ 1 500 à 2 000 €. Le coût d'une opération immobilière représente



Institut de
l'ENTREPRISE

désormais 4,2 années de revenus contre 4,0 un an plus tôt (Observatoire Crédit Logement, février 2026).

Déficit public : L'effet combine la hausse directe de la charge d'intérêts et l'effet indirect du ralentissement de l'activité (moindres recettes fiscales). La charge de la dette des APU est prévue à 74 Md€ en 2026 (+10 Md€ vs. 2024) et pourrait atteindre 100 Md€ en 2029 (Cour des comptes, février 2026).

Crédit aux entreprises : Le taux d'intérêt moyen des nouveaux financements aux SNF était de 3,52 % en décembre 2025 (contre 3,93 % fin 2024), en baisse grâce au cycle d'assouplissement de la BCE. La hausse de l'OAT renchérit le coût de refinancement des banques et va se transmettre aux entreprises. Le pass-through estimé est de 50 % à 80 %, soit +5 à +8 pb par tranche de +10 pb d'OAT. Les PME sont plus exposées : leur taux moyen (3,52 %) est supérieur à celui des GE (3,37 %). Les crédits de trésorerie se contractent déjà (-4,5 % en 2025).

Références bibliographiques

- Agence France Trésor (2026). Programme de financement 2026 et bulletin mensuel.
- Banque de France (2026). Statistiques de financement des entreprises, décembre 2025.
- Bardaji et al. (2017). « Le modèle macroéconométrique Mésange », Document de travail DG Trésor / INSEE.
- CAFPI (2026). Baromètre des taux de crédit immobilier, mars 2026.
- Caisse des Dépôts (2026). « Taux d'intérêt de long terme : bilan 2025 et perspectives 2026 ».
- Cour des comptes (2026). Rapport sur la situation des finances publiques, février 2026.
- Eurostat (2025). Données trimestrielles dette publique Q4 2024 et Q1 2025.
- Fédération Bancaire Française (2026). Le financement des entreprises à fin janvier 2026.
- FIPECO (2025). Les finances publiques des pays de la zone euro en 2024
- HCFP (2025). Avis sur le PLF et le PLFSS 2026.
- HCSF (2026). Décision du 3 mars 2026 sur les conditions d'octroi de crédit immobilier.
- Observatoire Crédit Logement/CSA (2026). Baromètre mensuel du crédit immobilier.
- Sénat (2025). Rapport général sur le PLF 2026 : Le budget de 2026 et son contexte économique et financier.

Avertissement

Ce document est un outil de simulation à visée pédagogique et analytique. Les chiffres présentés reposent sur des extrapolations d'élasticités moyennes et ne constituent pas des prévisions. Les effets réels dépendent de la durée du choc, de la réponse de politique monétaire de la BCE, de l'évolution du spread OAT-Bund, des conditions de refinancement sur les marchés primaire et secondaire, et des décisions budgétaires du gouvernement.