

La France emprunte à 5 % : coût de la dette, transmission des risques et scénarios de sortie

Xavier Robitaille | Analyse économique et financière | 21 octobre 2026

Le 21 octobre 2026, le rendement de référence de la dette française à 10 ans a dépassé 5 % en séance, avec des cotations de 5,002 % et 5,005 %.

La France subit à la fois la hausse internationale des taux et une prime liée à sa trajectoire budgétaire et à sa capacité politique à la corriger. Le taux allemand est, lui, autour de 3,4 %, soit un écart franco-allemand d'environ 160 points de base.

Le risque de crise augmente lorsque le coût du financement, la faiblesse de la croissance et les difficultés de décision publique se renforcent mutuellement. L'action publique doit donc limiter ces interactions avant qu'elles ne provoquent une contraction du crédit, de l'investissement et de l'emploi.

Rendement de marché et coût de la dette

Le rendement d'une obligation souveraine à 10 ans, le taux obtenu lors d'une adjudication, le coût moyen de la dette existante et le taux d'un crédit immobilier mesurent des réalités différentes. Une variation du rendement de marché se transmet progressivement aux autres coûts de financement, selon les échéances et les conditions contractuelles.

Indicateur	Ce qu'il mesure
Rendement souverain à dix ans	La rémunération de marché d'une dette de référence à cette échéance
Taux d'émission	Le coût obtenu lors d'une opération de financement
Coût moyen de la dette	La charge rapportée à un encours, selon un périmètre comptable défini
Spread OAT-Bund	L'écart entre les rendements français et allemand comparables
Taux du crédit privé	Le prix du financement d'un ménage ou d'une entreprise

Pour une obligation existante à coupon fixe, la hausse du rendement passe d'abord par une baisse du prix. L'État ne refixe pas rétroactivement le coupon de toutes ses obligations. Les obligations déjà émises paient un coupon inférieur au taux actuel. Elles sont donc moins attractives, ce qui se traduit mécaniquement par une baisse de leur prix de marché.

En revanche, lorsque l'État refinance les titres arrivant à échéance ou finance un nouveau déficit, il rencontre les conditions du marché du moment : c'est ainsi que le choc se diffuse progressivement à son budget, via une hausse du taux d'intérêt moyen de ses émissions.

La hausse des rendements modifie également les anticipations des investisseurs et des prêteurs aux banques, aux entreprises et aux ménages, et par conséquent, leur comportement économique.

Appliquer immédiatement 5 % à l'intégralité de la dette publique surestimerait donc la charge d'intérêts. À l'inverse, la durée de la dette ne permet pas d'écarter le risque : elle retarde simplement la transmission de la hausse des taux au budget alloué au service de la dette.

Une hausse à deux composantes

La hausse du rendement français combine un mouvement international et une composante propre à la France. La politique nationale peut agir sur la crédibilité budgétaire ; en revanche, son influence sur le niveau international des taux, les prix de l'énergie et les anticipations d'inflation reste limitée.

Le rapport de la Direction générale du Trésor d'octobre 2027 sur la dette¹ décrit un environnement de tensions inflationnistes, de remontée des taux et de durcissement des conditions de financement. Il souligne aussi que les obligations anciennes à faible coût sont progressivement remplacées par des financements plus chers.

Le facteur international

Un investisseur qui prête pendant dix ans cherche une rémunération pour l'immobilisation de son capital et pour les incertitudes qu'il supporte. Une inflation anticipée plus élevée, une trajectoire de taux courts révisée à la hausse ou une exigence accrue de rémunération de la durée peuvent faire monter les rendements de plusieurs pays simultanément.

Le diagnostic français ne doit donc pas commencer par une explication exclusivement nationale. En juin 2026, la Banque de France relevait un rendement français à dix ans de 3,75 %, en hausse de plus de 40 points de base depuis le début du conflit ukrainien évoqué dans son rapport, alors que le spread franco-allemand n'avait augmenté que de 8 points de base sur la même période. À cette date, une grande partie du mouvement était donc commune plutôt que propre à la France.

L'analyse doit donc suivre séparément le niveau général des taux et la prime française, dont les contributions peuvent évoluer au fil des mois.

Le facteur budgétaire

La dette publique française atteignait 3 595,5 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2026, soit 119 % du PIB. Elle représentait 115,7 % du PIB à la fin de 2025 et 117,5 % au premier trimestre 2026.²

La capacité à financer une dette élevée dépend notamment de la trajectoire anticipée. Les investisseurs évaluent le risque de dérive durable et la capacité des pouvoirs publics à adopter les mesures de correction.

Le rapport gouvernemental publié le 6 octobre prévoit encore une augmentation du ratio, à 119,3 % en fin d'année 2026 puis 121,7 % en 2027. Il précise que, malgré la réduction de déficit envisagée, celui-ci resterait supérieur au niveau permettant de stabiliser la dette. Le recul du ratio ne serait engagé qu'à partir de 2029 dans la trajectoire présentée.

Une amélioration annoncée à plusieurs années suppose l'adoption de mesures, la réalisation d'hypothèses de croissance et une continuité politique suffisante. L'incertitude sur leur exécution peut accroître le rendement demandé dès aujourd'hui.

¹ DG Trésor, rapport 2027.

² Insee, dette publique.

Le facteur politique

Les investisseurs évaluent la probabilité que le budget soit voté, exécuté et maintenu. Le coût du financement souverain dépend ainsi de la capacité politique à répartir et à poursuivre l'effort budgétaire.

La dernière hausse observée, qui amène le taux de l'OAT à 10 ans au-delà de 5 %, est clairement liée aux interrogations sur le redressement des comptes et à l'instabilité intérieure.

Une crise de crédibilité naît précisément de cette interaction entre économie et politique. Un effort budgétaire peut être économiquement insuffisant ; il peut aussi être suffisamment ambitieux sur le papier mais politiquement invraisemblable. Dans les deux cas, sa capacité à réduire la prime de risque est limitée.

L'Allemagne comme référence de comparaison

La comparaison avec l'Allemagne permet d'identifier une partie du mouvement commun aux taux européens. Le rendement du Bund dépend toutefois aussi de sa liquidité, de la demande des investisseurs et des besoins de financement allemands.

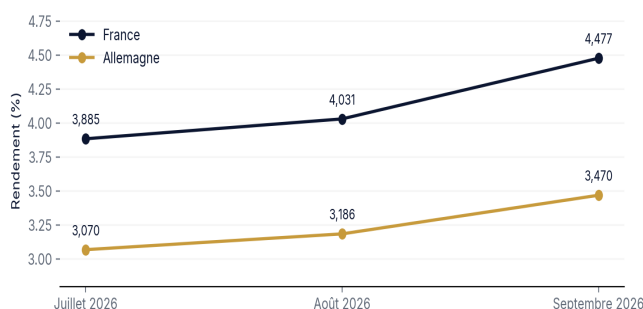
L'écart de rendement entre les obligations assimilables du Trésor françaises (OAT) et le Bund allemand, ou « spread OAT-Bund », combine la perception du risque souverain, les préférences des investisseurs et les conditions techniques de marché. Il ne mesure donc pas directement une probabilité de défaut.

Pour autant, l'évolution de ce spread reste significative. Lorsque le rendement français monte beaucoup plus vite que le rendement allemand, il devient difficile d'expliquer la totalité de la hausse par l'inflation ou la politique monétaire communes.

La divergence récente

Moyennes mensuelles des taux longs, en %.

Mois 2026	France	Allemagne	Écart calculé
Juillet	3,885	3,070	81,5 pb
Août	4,031	3,186	84,6 pb
Septembre	4,477	3,470	100,8 pb ³



Nota : Les points sont observés ; les segments servent uniquement à visualiser leur succession, sans décrire le parcours quotidien entre deux observations.⁴

La comparaison doit également porter sur l'endettement privé. Au premier trimestre 2026, la Banque de France situe la dette des agents privés non financiers à 134,2 % du PIB en France, contre 93 % en Allemagne et 104,2 % dans la zone euro. Cette situation justifie d'examiner la transmission du choc au-delà du budget de l'État.⁵

³ Source : OCDE-FRED ; différences calculées entre moyennes mensuelles comparables.

⁴ OCDE-FRED, données.

⁵ Banque de France.

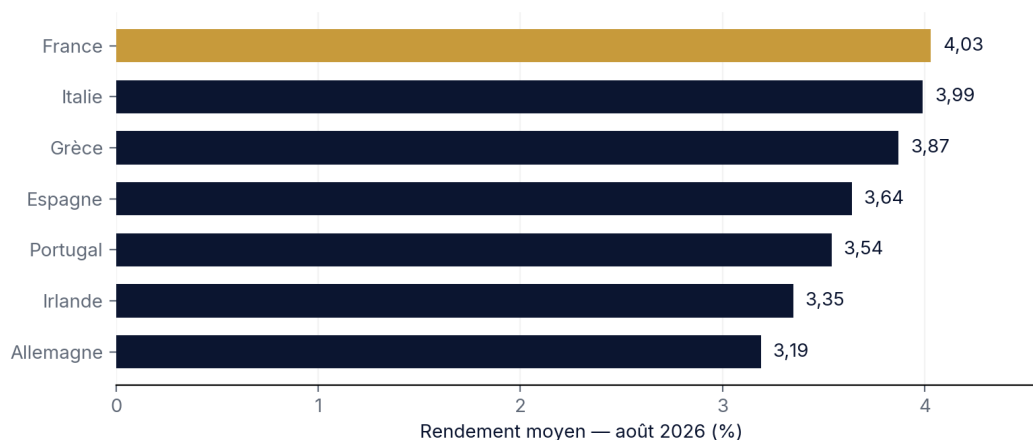
La sensibilité des entreprises à une hausse des taux dépend de leur trésorerie, de leurs échéances et de leur secteur. Un endettement élevé accroît néanmoins l'exposition globale de l'économie à un renchérissement durable du refinancement.

France vs PIIGS vs Allemagne

Les conditions de financement relatives des États évoluent. Des pays ayant connu une crise souveraine dans les années 2010 (que l'on désignait sous l'acronyme PIIGS) émettent aujourd'hui à des conditions plus favorables que la France.

La comparaison suivante utilise août 2026, dernier mois commun disponible dans les séries réunies pour les sept pays. Il ne s'agit donc pas d'un classement intrajournalier du 21 octobre.⁶

Taux longs de référence, moyennes d'août 2026, en %.



Les rendements d'août 2026 montrent une modification de la hiérarchie des coûts de financement.

Il est intéressant d'examiner les facteurs qui ont permis à certains pays précédemment fragilisés de présenter une trajectoire jugée plus crédible.

La mécanique de la soutenabilité

La stabilisation du ratio de dette dépend du coût moyen du stock, de la croissance nominale et du solde primaire, c'est-à-dire du solde budgétaire avant intérêts.

En notation simplifiée, hors ajustements entre déficit et dette :

$$d_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} d_{t-1} - s_t$$

où d est le ratio de dette au PIB, r le taux d'intérêt effectif nominal, g la croissance nominale et s l'excédent primaire rapporté au PIB.

Le solde primaire stabilisant est donc :

$$s_t^* = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1}$$

Il s'agit ici évidemment d'un modèle macroéconomique simplifié, qui néglige volontairement certaines corrélations, par exemple les effets de retour du budget sur la croissance.

⁶ OCDE-FRED, données.

Le solde stabilisant

Exercice pédagogique avec une dette initiale de 119 % du PIB. Les hypothèses ci-dessous ne sont pas des prévisions.

Taux d'emprunt moyen	Croissance nominale (incluant l'inflation)	Solde primaire stabilisant la dette
3 %	4 %	Déficit primaire d'environ 1,1 % du PIB
4 %	3 %	Excédent primaire d'environ 1,2 % du PIB
5 %	3 %	Excédent primaire d'environ 2,3 % du PIB
5 %	1 %	Excédent primaire d'environ 4,7 % du PIB

Calculs illustratifs à partir de l'identité précédente. Le ratio de départ de 119 % correspond à l'observation française du deuxième trimestre 2026 ; les couples taux-croissance sont hypothétiques.⁷

À coût moyen identique, une croissance nominale plus faible exige un excédent primaire plus élevé. Une politique qui réduit le déficit tout en dégradant fortement l'activité peut donc compliquer la stabilisation du ratio de dette.

Inversement, une croissance nominale supérieure au coût moyen de financement facilite l'ajustement, sans dispenser d'examiner la qualité de cette croissance.

Une hausse des prix de l'énergie, par exemple, ne procure pas les mêmes bénéfices qu'une augmentation de la production réelle : elle peut détériorer le revenu disponible, les marges et les dépenses publiques.

Le coût moyen d'emprunt détermine la transmission de la hausse des taux à la charge budgétaire. Les titres anciens en retardent les effets ; la vulnérabilité augmente à mesure qu'ils sont remplacés par des financements plus coûteux.

La transmission progressive par le refinancement

La maturité de la dette constitue un amortisseur. Le rapport officiel d'octobre 2026 situe sa maturité moyenne autour de 8,5 ans et souligne que cette durée atténue les risques de refinancement et retarde la transmission d'un choc de taux.

Des titres arrivent toutefois à échéance chaque année, tandis que les déficits nouveaux doivent être financés. L'État reste donc continuellement exposé aux conditions de marché, malgré la maturité moyenne de sa dette.

Il faut suivre les montants à refinancer, leurs échéances, les coupons anciens et les conditions nouvelles. Cet échéancier permet de distinguer les conséquences d'une hausse temporaire de celles d'une hausse persistante.

⁷ Insee, dette publique.

Une facture progressive

Charge de la dette de l'État, en comptabilité générale, milliards d'euros.

Année	Montant	Statut
2023	39,0	Historique
2024	44,5	Historique
2025	51,8	Historique
2026	64,9	Estimation du rapport d'octobre 2026
2027	74,9	Projection
2028	86,8	Projection
2029	97,1	Projection ⁸

Ces montants sont décorrélés du franchissement de 5 % observé le 21 octobre. Ils appartiennent à une trajectoire officielle publiée antérieurement et reposent sur les propres hypothèses de taux et de finances publiques de celle-ci.

En revanche, le même rapport estime qu'un choc permanent de 100 points de base sur l'ensemble de la courbe, par rapport à son scénario de référence, augmenterait la charge d'environ 3,4 milliards d'euros la première année, 8,1 milliards la deuxième et 19,2 milliards la cinquième. Il s'agit d'un choc de courbe durable, pas d'une variation ponctuelle d'une seule échéance.

La charge augmente au rythme du refinancement. Elle peut donc continuer à progresser après la stabilisation des rendements de marché, lorsque les titres anciens à faible coupon arrivent à échéance.

La contagion à l'économie réelle

La hausse se transmet par le financement, la valorisation des actifs, la confiance, le budget public et les comportements d'épargne. Ces mécanismes peuvent se cumuler.

Le premier canal est celui du coût du capital. Une entreprise peut voir son financement se renchérir parce que les taux de référence montent, parce que sa propre prime de crédit augmente, ou parce que les deux mouvements se cumulent.

Le deuxième est celui de la quantité : un crédit peut devenir moins accessible avant même que son prix affiché ne paraisse prohibitif.

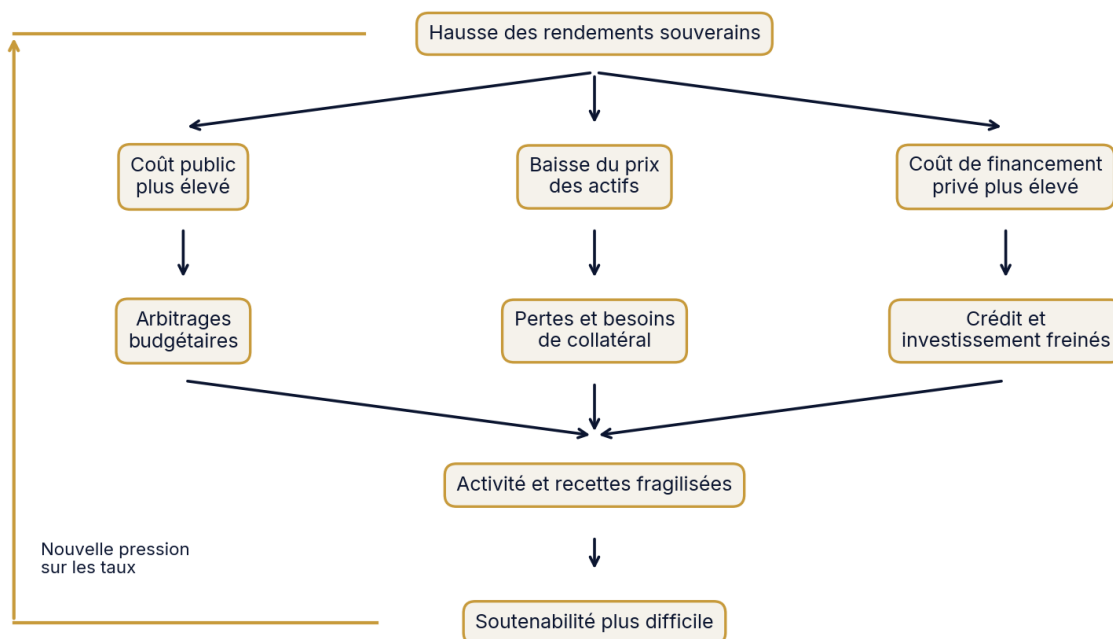
Le troisième canal est budgétaire. Une augmentation des intérêts peut conduire à accroître les prélèvements, ralentir certaines dépenses ou différer des investissements. Ces choix ont des effets différents selon les agents concernés et selon la conjoncture.

Le quatrième est patrimonial. Une baisse de la valeur des obligations ou de l'immobilier peut modifier les décisions d'investissement, la capacité à fournir des garanties et le sentiment de richesse. Les conséquences varient selon que l'actif doit être vendu, peut être conservé ou sert de collatéral.

⁸ Source : tableau 5 du rapport sur la dette des administrations publiques 2027. Périmètre : État, comptabilité générale ; à ne pas confondre avec la charge de l'ensemble des administrations publiques ou avec une autre convention comptable.

Par ailleurs, l'incertitude peut conduire les ménages à reporter leurs achats et les entreprises à différer leurs projets. La baisse de la demande peut alors précéder la transmission complète des taux aux contrats.

Les boucles de contagion



Les ménages, inégalement exposés

Les ménages déjà endettés à taux fixe et les nouveaux emprunteurs sont exposés différemment. La mensualité d'un prêt existant reste inchangée lorsque l'OAT augmente ; un nouvel achat ou un projet futur peut en revanche devenir plus coûteux à financer.

Cette protection du taux fixe ne rend pas le propriétaire existant totalement insensibilisé. La valeur de revente du logement, la mobilité résidentielle, l'emploi et la fiscalité peuvent être affectés. Un ménage peut donc être protégé sur sa mensualité mais exposé sur son patrimoine et son revenu.

Un exemple immobilier

Exemple hypothétique : pour un prêt amortissable de 200 000 euros sur 20 ans, à mensualités constantes, hors assurance et frais, la mensualité est d'environ 1 110 euros à 3 % et de 1 320 euros à 5 %.⁹

Le supplément est donc proche de 210 euros par mois. À mensualité inchangée autour de 1 110 euros, le capital empruntable tombe vers 168 000 euros : la capacité d'achat financée par la dette diminue d'environ 16 %.

⁹ Évidemment le taux du crédit immobilier dépend de nombreux facteurs et n'est donc pas égal au taux souverain, mais il y est positivement corrélé : une hausse des taux d'emprunt de l'État se répercutera tôt ou tard sur les taux immobiliers.

La correction peut se répartir de plusieurs façons : baisse des prix, hausse de l'apport, réduction de la surface, allongement de la durée lorsqu'il est possible, ou renoncement au projet. Lorsque les vendeurs refusent d'ajuster leurs prix, les volumes de transactions peuvent diminuer avant les prix affichés.

Les effets sur les épargnants

Des taux plus élevés offrent des possibilités de rémunération nouvelles à ceux qui disposent de liquidités à placer. Mais le détenteur d'une obligation ancienne à faible coupon peut enregistrer une moins-value de marché, alors que l'acheteur du même titre au nouveau prix bénéficie d'un rendement supérieur.

La distribution des gains et pertes dépend donc de la position initiale. Le ménage sans dette, doté d'une épargne liquide, n'est pas dans la même situation que celui qui doit acheter son logement ou refinancer un engagement.

Il faut enfin raisonner en rendement réel et net. Une rémunération nominale plus élevée ne constitue pas nécessairement un enrichissement si l'inflation, les prélèvements et les frais absorbent l'amélioration.

Les besoins de refinancement des entreprises

Pour les entreprises, la sensibilité dépend moins de l'endettement total pris isolément que de sa structure. Une dette fixe de longue durée, accompagnée d'une trésorerie solide, offre une protection très différente d'un financement à court terme ou à taux variable.

La comparaison internationale publiée par la Banque de France indique qu'au premier trimestre 2026 la dette des sociétés non financières françaises représente 75,4 % du PIB, contre 53,6 % dans la zone euro selon le périmètre retenu. Après déduction de la trésorerie, le ratio français est nettement inférieur, à 40 %, mais reste supérieur à la moyenne de la zone euro, de 27,1 %. ¹⁰

Les sociétés françaises sont donc potentiellement plus exposées que leurs homologues européennes à une hausse des taux d'intérêt.

Un exemple de couverture d'intérêts

Exemple hypothétique : une entreprise dispose de 10 millions d'euros d'EBITDA, indicateur de résultat avant intérêts, impôts et amortissements, et de 60 millions de dette. À 3 %, les intérêts annuels représentent 1,8 million ; à 5 %, ils atteignent 3 millions.

Toutes choses égales par ailleurs, la couverture des intérêts par l'EBITDA passe d'environ 5,6 fois à 3,3 fois. La trésorerie disponible avant impôts, investissements et remboursement du principal est amputée de 1,2 million.

La difficulté devient plus forte si le choc de taux coïncide avec un recul de l'activité. Une hausse des intérêts et une baisse de l'EBITDA se cumulent alors dans le même ratio de couverture.

Les conditions d'accès au crédit

Le crédit peut aussi se contracter par les montants, les garanties et les clauses. Un financement renouvelé peut exiger davantage de sûretés, une maturité plus courte ou des engagements financiers plus contraignants.

¹⁰ Banque de France.

Dans un tel contexte, certaines entreprises réduisent leurs stocks et leurs investissements pour conserver leur liquidité. D'autres retardent les paiements, ce qui transmet la tension à leurs fournisseurs. Le risque souverain peut ainsi atteindre une PME sans qu'elle ait jamais détenu une obligation d'État.

Les entreprises les plus exposées sont, dans cette analyse, celles qui combinent endettement important, refinancement proche, faible pouvoir de fixation des prix et activité sensible à la demande. Les entreprises peu endettées ou disposant d'une trésorerie excédentaire peuvent, au contraire, bénéficier d'opportunités d'acquisition ou de placements mieux rémunérés.

Les effets sur les marges et les risques bancaires

Pour une banque, la hausse des taux modifie la rémunération des actifs, le coût des ressources, le prix des titres et le risque de crédit. Son effet net dépend de la structure du bilan.

Une banque peut améliorer ses revenus si ses actifs se réajustent plus vite que ses ressources. Elle peut aussi subir une compression de marge lorsque les dépôts deviennent plus coûteux tandis qu'une partie de ses prêts reste rémunérée à taux fixe.

Le risque souverain ajoute une dimension particulière. La banque peut être exposée à l'État par son portefeuille obligataire, par la valeur de ses garanties, par sa base de clientèle et par le prix auquel elle se refinance. Ces canaux doivent être distingués plutôt que résumés dans une seule « exposition à la dette française ».

La boucle dangereuse apparaît lorsque la fragilisation du souverain renchérit le financement bancaire, que les banques réduisent le crédit et que cette contraction détériore à son tour l'activité et les recettes publiques. Le mécanisme peut fonctionner sans défaut souverain : une augmentation des coûts et une réduction des volumes peuvent suffire.

Il serait toutefois excessif de déduire une crise bancaire de la seule hausse de l'OAT. En juin 2026, la Banque de France soulignait la solidité des institutions financières françaises et l'absence, à cette date, de signes de durcissement de l'offre de crédit. Cette appréciation est toutefois datée ; une actualisation après le choc d'octobre se justifierait.¹¹

Les conséquences pour les assureurs

Les assureurs investissent à long terme, gèrent des engagements et fournissent des garanties. Une hausse des rendements peut améliorer leurs réinvestissements tout en réduisant la valeur de leurs actifs et en accroissant leurs besoins de liquidité.

À la fin du deuxième trimestre 2026, la Banque de France indique 2 450 milliards d'euros de placements financiers pour l'assurance vie et mixte et 308,4 milliards pour la non-vie, soit 2 758,4 milliards hors fonds de pension. Le total incluant ces derniers atteint 2 969,3 milliards. Il convient de conserver en tête ces différences de périmètre, pour analyser les impacts de la hausse des taux.¹²

¹¹ Banque de France, stabilité financière.

¹² Banque de France, placements T2 2026. Pour ces chiffres, la publication primaire est celle des placements des assurances au deuxième trimestre 2026, dont le tableau distingue expressément assurance vie, non-vie et fonds de pension.

Le choc immédiat sur l'actif

Une hausse des rendements réduit la valeur de marché des obligations à taux fixe. À première approximation, la sensibilité dépend de la durée : plus elle est élevée, plus la variation de prix est importante pour un même déplacement de taux.

Mais il faut séparer deux risques :

- La hausse du taux de référence, qui peut également réduire la valeur actualisée des engagements au titre d'IFRS 17.
- L'élargissement du spread souverain français, dont la compensation au passif n'est ni automatique ni nécessairement intégrale.

L'effet net dépend de l'adossement actif-passif et de la nature du choc. Une hausse du taux de référence peut améliorer certains bilans, tandis qu'un élargissement du spread français, des rachats ou des ventes forcées peuvent les dégrader.

Un exemple d'adossement

Exemple hypothétique : un bilan économique comprend 100 M€ d'actifs de durée égale à sept ans, 90 de passifs de durée égale à 10 ans et 10 de fonds propres. Pour une hausse parallèle de 100 points de base du taux utilisé des deux côtés, une approximation linéaire donne une baisse de 7 M€ à l'actif et de 9 M€ au passif.

Les fonds propres passent alors approximativement de 10 M€ à 12 M€. Cet exemple montre pourquoi une hausse de taux peut améliorer un bilan économique lorsque les engagements sont plus sensibles que les actifs.

Il ne constitue pas une prévision de solvabilité. Il ignore notamment la convexité, les options contractuelles, les comportements de rachat, les mécanismes de participation, la fiscalité et les couvertures.

Dans un second exemple, 50 M€ d'actifs exposés au spread français, de durée égale à sept ans, subissent une augmentation du spread 100 points de base sans compensation au passif. La perte approximative de la valeur de marché des actifs atteint 3,5 M€ et réduit d'autant les fonds propres via une baisse de l'OCI (IFRS 9).

Le bénéfice du réinvestissement

Des rendements plus élevés améliorent progressivement le rendement des achats nouveaux. Mais le taux servi aux assurés ne peut pas être assimilé au rendement instantané des obligations acquises aujourd'hui.

Exemple hypothétique : un portefeuille de 100 M€ rapporte initialement 2 %. Si 10 % de ce portefeuille sont renouvelés à 5 % dans l'année, son rendement passe approximativement à 2,3 %, avant frais, défauts et autres effets.

Ce décalage crée un risque commercial. L'épargnant compare le taux servi sur son contrat avec les rendements disponibles sur de nouveaux placements, tandis que l'assureur reste en partie investi dans des titres anciens.

Le risque de rachats

Une moins-value latente devient une perte réalisée lorsque l'assureur doit vendre l'actif pour financer des sorties. Le risque dépend donc de sa capacité à conserver les titres et à mobiliser d'autres ressources liquides.

Des rachats élevés peuvent réduire la capacité à conserver les obligations jusqu'à leur échéance et contraindre l'organisme à réaliser des pertes. Ils peuvent aussi modifier la durée des engagements : un passif supposé long se raccourcit lorsque les assurés sortent plus vite.

Le pilotage doit donc combiner rendement, liquidité et comportement des clients. Un bilan solvable dans un scénario de conservation peut être plus fragile dans un scénario de sorties rapides.

L'ACPR décrit une situation favorable à la fin de 2025, avec un taux de couverture du capital de solvabilité requis de 250 %, contre 238 % à fin 2024. Elle souligne également l'effet favorable de la hausse des taux longs sur certains bilans vie, lorsque la valeur des engagements diminue davantage que celle des actifs. Il s'agit d'un constat sur cette période, non d'une garantie pour chaque organisme face à un choc nouveau.¹³

Le traitement prudentiel du risque souverain

Le traitement des expositions souveraines en formule standard ne doit pas être interprété comme une absence de risque économique. Une obligation peut bénéficier d'un traitement réglementaire particulier pour le risque de spread tout en restant exposée aux variations de taux, à la concentration et aux besoins de liquidité.

Le règlement délégué (UE) 2015/35, article 180, paragraphe 2, prévoit notamment un facteur de stress nul pour certaines expositions souveraines répondant aux conditions du texte. Cette règle de calcul ne signifie pas qu'une baisse de prix ou une perte de réalisation serait impossible.

La mesure réglementaire doit donc être complétée par des stress économiques et de liquidité combinant un spread français plus élevé, des rachats accrus, des actifs moins liquides et des appels de collatéral simultanés.

IFRS 9 et IFRS 17

Sous IFRS 9, la classification des actifs dépend du modèle économique et des caractéristiques des flux contractuels. Le coût amorti, la juste valeur par les autres éléments du résultat global et la juste valeur par résultat produisent des profils de volatilité comptable différents. Les paragraphes 4.1.2 et 4.1.2A encadrent notamment cette classification.

Une dégradation de notation ou une hausse de spread ne signifie pas mécaniquement que toutes les expositions basculent en pertes attendues à maturité. L'analyse de l'augmentation significative du risque de crédit reste nécessaire ; l'option relative aux instruments à faible risque de crédit ne constitue pas une exemption générale de provisionnement. Les paragraphes 5.5.3, 5.5.10 et 5.5.17 encadrent notamment ces appréciations.

Sous IFRS 17, les taux d'actualisation doivent refléter les caractéristiques des flux et la liquidité des contrats, en excluant les facteurs de marché qui n'affectent pas ces flux. La hausse du rendement d'une OAT ne peut donc pas être transposée indistinctement au passif d'assurance ; le paragraphe 36 et les règles de présentation des paragraphes 87 à 90 de la norme officielle IFRS 17 déterminent l'analyse à mener.

L'analyse doit rationaliser les effets économiques, prudentiels et comptables. Une amélioration selon l'une de ces lectures peut coexister avec une dégradation selon une autre, sans qu'il s'agisse d'une anomalie.

¹³ ACPR, Analyse et Synthèse n° 181. La publication primaire est l'Analyse et Synthèse no 181, situation des assureurs en France fin 2025.

Vie, non-vie et réassurance

L'assurance vie est particulièrement sensible aux arbitrages d'épargne, à la vitesse de réinvestissement et aux comportements de rachat. La non-vie rencontre un autre équilibre : les revenus financiers peuvent s'améliorer, mais la conjoncture peut réduire certaines assiettes de primes tandis que l'inflation renchérit les sinistres.

L'ACPR montre cette diversité en 2025 : amélioration du ratio combiné non-vie à 95,3 %, mais progression marquée des coûts automobiles et des réparations. Ces données illustrent pourquoi l'amélioration du revenu financier ne doit pas être analysée indépendamment de la rentabilité technique.¹⁴

Pour les réassureurs et les portefeuilles à liquidation longue, l'enjeu est de mettre en regard le rendement des actifs, l'inflation des engagements, leur duration et le calendrier des paiements. Un meilleur taux de placement ne compense pas automatiquement une mauvaise estimation des flux futurs.

Les mesures conservatoires prévues par Sapin 2

Les restrictions éventuelles sur les rachats relèvent des conditions et de la procédure prévues par le Code monétaire et financier.

L'article L. 631-2-1, 5° ter, du Code monétaire et financier permet au HCSF de prendre certaines mesures conservatoires en présence d'une menace grave et caractérisée, selon la procédure prévue. Les mesures sont décidées pour trois mois au maximum, renouvelables sous conditions ; la limitation du paiement des valeurs de rachat ne peut être maintenue plus de six mois consécutifs.¹⁵

Le franchissement d'un taux souverain de 5 % ne déclenche aucune restriction automatique. Le texte vise une situation et une décision spécifiques ; il ne constitue ni une garantie de rendement, ni un instrument de financement ordinaire de l'État.

Fonds, épargne et retraites

Les gestionnaires d'actifs rencontrent une combinaison différente. Un fonds obligataire peut subir une baisse de valeur liquidative tout en devenant progressivement porteur d'un rendement prospectif plus élevé. L'horizon du souscripteur et la stabilité des encours deviennent déterminants.

Dans un fonds ouvert, les demandes de remboursement peuvent imposer des ventes. Le risque se renforce lorsque la liquidité promise aux investisseurs est plus rapide que celle des actifs sous-jacents.

Les portefeuilles immobiliers et les actifs non cotés appellent également de la prudence. Une valorisation peu fréquente ne supprime pas la sensibilité économique à la hausse du taux d'actualisation. Elle peut seulement retarder son apparition dans les chiffres publiés.

Pour les dispositifs de retraite capitalisés, la hausse des taux peut réduire la valeur actualisée des engagements tout en pesant sur les actifs. Le résultat dépend de l'adossement, des garanties et des couvertures : raisonner uniquement sur la performance du portefeuille serait aussi incomplet que pour un assureur.

¹⁴ ACPR, Analyse et Synthèse n° 181.

¹⁵ CMF, art. L. 631-2-1.

Il faut également distinguer les retraites capitalisées des systèmes financés principalement par les cotisations courantes. Pour ces derniers, la transmission passe surtout par l'emploi, les salaires, les recettes et les arbitrages publics.

Territoires et services publics

Les collectivités, les établissements publics et les acteurs du logement ne sont pas à l'écart du choc. Ils peuvent être touchés par leur propre financement, par leurs recettes et par les décisions de l'État.

Quand la charge d'intérêts augmente, l'État doit réduire d'autres dépenses, augmenter les prélèvements ou emprunter davantage. Le maintien des budgets consacrés aux services publics et à l'investissement devient donc plus difficile.

L'investissement public présente une vulnérabilité particulière. Il est souvent plus facile de différer un projet que de modifier rapidement une dépense récurrente. Pourtant, cette facilité peut être trompeuse si le report détériore la productivité, la maintenance des infrastructures ou les conditions d'activité futures.

Dans le logement, la hausse des taux réduit la capacité d'emprunt des ménages et les ventes des promoteurs. Ceux-ci doivent aussi financer leurs programmes à des conditions plus coûteuses et plus sélectives. Les aides publiques peuvent être réduites si l'État ou les collectivités doivent diminuer leurs dépenses.

Le redressement des comptes suppose de décider quels ménages, entreprises et territoires supporteront les hausses de prélèvements ou les réductions de dépenses. Une répartition jugée injuste peut provoquer une opposition politique et empêcher l'application des mesures.

La Grèce : parallèle et limites

La crise grecque permet d'examiner les interactions entre financement souverain, banques et activité. Elle ne permet pas de prévoir une trajectoire identique pour la France.

Le point commun essentiel est la dépendance à la confiance dans un espace monétaire partagé. Une dégradation du financement souverain peut rencontrer la fragilité bancaire, la contraction de l'activité et les difficultés budgétaires, puis se nourrir de leurs interactions.

Mais le niveau des tensions observées pendant la crise grecque était d'une tout autre ampleur. Dans la série OCDE-FRED, le taux long grec atteint une moyenne mensuelle de 29,24 % en février 2012 ; sa moyenne annuelle est d'environ 22,5 % en 2012. Comparer directement ces niveaux à une pointe française de 5 % effacerait la différence entre tension sévère et crise de restructuration.¹⁶

La restructuration grecque de 2012

Le Mécanisme européen de stabilité rappelle qu'en mars 2012 environ 97 % des obligations grecques détenues par des investisseurs privés, soit près de 197 milliards d'euros, ont subi une réduction de 53,5 % de leur valeur nominale. La diminution du stock de dette correspondante est estimée à environ 107 milliards.¹⁷

¹⁶ OCDE-FRED, données.

¹⁷ MES, assistance à la Grèce.

La restructuration répartit des pertes entre détenteurs de dette, institutions financières, contribuables et autres parties prenantes. Ses conséquences dépassent donc la seule modification du taux d'intérêt.

Elle rappelle également qu'une réduction de dette n'efface pas les besoins de financement de l'économie. Il faut continuer à financer les dépenses courantes, protéger les fonctions financières essentielles et rendre une trajectoire future crédible.

Les différences françaises

La taille de l'économie française, celle de son marché de dette et ses liens financiers rendent toute transposition mécanique inappropriée. Une difficulté française aurait des implications systémiques qui dépasseraient celles d'une comparaison fondée seulement sur un ratio de dette ou un rendement.

L'importance systémique de la France peut renforcer l'incitation à organiser une réponse collective. Elle peut aussi la compliquer en augmentant les montants nécessaires, les interdépendances et les désaccords sur la répartition des coûts.

L'expérience grecque souligne le coût d'une crise de financement qui se prolonge et aggrave les difficultés bancaires, économiques et politiques.

Des vulnérabilités différentes parmi les anciens PIIGS

L'acronyme PIIGS rapproche des pays qui ont connu des tensions souveraines, mais il ne constitue pas un modèle économique homogène.

La distinction analytique utile porte sur l'origine de la vulnérabilité : budget public, bilan bancaire, dette privée, immobilier, croissance insuffisante ou combinaison de ces facteurs. Une même hausse du spread peut être le résultat final de déséquilibres différents.

Les séries de rendement permettent déjà de constater des trajectoires très contrastées. En 2012, les moyennes annuelles vont d'environ 5,5 % en Italie à 22,5 % en Grèce ; en 2025, elles se situent entre environ 2,9 % en Irlande et 3,6 % en Italie.¹⁸

Les trajectoires européennes (Taux longs moyens annuels, en %.)

Pays	2012	2025	Conclusion
Grèce	22,50	3,38	Normalisation considérable après la crise
Portugal	10,55	3,08	Forte réduction du coût de marché
Irlande	6,17	2,90	Retour à un financement nettement moins coûteux
Espagne	5,85	3,22	Normalisation importante
Italie	5,49	3,59	Détente, avec différenciation persistante
France	2,54	3,37	Mouvement inverse entre ces deux dates
Allemagne	1,50	2,61	Hausse du niveau de référence ¹⁹

¹⁸ OCDE-FRED, données.

¹⁹ Source : OCDE-FRED ; moyennes annuelles calculées. La variation entre deux dates ne mesure pas l'efficacité causale d'une politique particulière.

La baisse des taux après une crise résulte de plusieurs facteurs : conditions monétaires, conjoncture internationale, dispositifs européens et politiques nationales. Elle ne permet pas d'établir que chaque mesure adoptée était nécessaire ou optimale.

Ces exemples montrent qu'une réputation financière peut s'améliorer et que les taux peuvent se stabiliser avant le recul du ratio de dette. Le choix des mesures doit toutefois répondre à l'origine de la vulnérabilité.

Une crise principalement bancaire n'appelle pas exactement les mêmes instruments qu'un déficit primaire persistant. Une économie à l'arrêt ne peut pas être redressée seulement par une baisse du spread. Et une crise de confiance ne se résout pas durablement par une communication qui ne modifie pas la trajectoire sous-jacente.

Six scénarios de sortie

Les scénarios suivants ne sont pas des prévisions assorties de probabilités. Ce sont des configurations permettant d'identifier les leviers, les conditions de réussite et les risques de politique économique.

Le reflux international

Dans un premier scénario, les tensions inflationnistes s'atténuent et le niveau international des taux diminue. Le rendement français baisse avec celui des autres souverains.

Cette détente facilite le refinancement, améliore la valeur de certains actifs et réduit la pression sur le crédit. Elle peut donner du temps pour conduire l'ajustement budgétaire sans l'accélérer brutalement.

Cette détente ne corrigerait toutefois pas nécessairement la prime française. Si le rendement allemand reculait davantage ou si le spread restait élevé, le soulagement national pourrait être limité.

Une amélioration des conditions de marché devrait donc être accompagnée d'un ajustement budgétaire. À défaut, l'exposition à un nouveau choc resterait élevée.

Le redressement crédible

Dans un deuxième scénario, la France reconstruit une trajectoire budgétaire jugée exécutable. L'amélioration repose sur des mesures identifiables, un calendrier réaliste et une répartition de l'effort suffisamment stable pour résister aux changements de conjoncture.

La baisse de la prime de risque peut réduire le coût du financement avant une diminution sensible du ratio de dette, dès lors que les investisseurs jugent crédible l'amélioration future.

Les normalisations observées au Portugal et en Irlande montrent qu'un coût de financement peut se réduire considérablement après une période de tension. Elles ne permettent cependant pas de déduire qu'une même combinaison de mesures serait transposable à la France sans adaptation.²⁰

La difficulté consiste à rendre le programme à la fois crédible financièrement et soutenable économiquement. Un ajustement trop faible ne convainc pas ; un ajustement trop brutal peut dégrader la croissance et sa propre acceptabilité.

²⁰ OCDE-FRED, données.

La croissance mieux protégée

Un troisième scénario combine redressement budgétaire et protection des dépenses susceptibles de soutenir durablement l'activité. L'objectif est d'améliorer simultanément le solde primaire et le dénominateur du ratio de dette.

Les dépenses d'investissement doivent être évaluées selon leurs effets, leurs délais et leurs risques d'exécution. L'ajustement devrait préserver les projets utiles tout en réduisant les dépenses dont le coût économique de suppression est limité.

La composition de l'ajustement détermine ses effets à moyen terme. Réduire une dépense inefficace ou différer une maintenance indispensable peut produire la même amélioration budgétaire immédiate, avec des conséquences économiques différentes.

La limite est temporelle : les gains de productivité prennent du temps, tandis que les échéances de dette arrivent à date fixe. La croissance ne peut donc pas remplacer entièrement la maîtrise du besoin de financement courant.

Le soutien européen

Un quatrième scénario associe effort national et réponse européenne destinée à éviter qu'une tension souveraine ne désorganise la transmission financière ou ne devienne systémique.

L'enjeu analytique est de distinguer deux situations. Dans la première, une dynamique de marché disproportionnée menace un emprunteur dont la trajectoire reste soutenable. Dans la seconde, le problème vient d'une trajectoire budgétaire insuffisamment corrigée.

Un soutien financier ou monétaire peut traiter un risque de liquidité et de contagion ; il ne rend pas automatiquement soutenable une trajectoire qui ne l'est pas. Les conditions, la base juridique et la décision institutionnelle doivent être examinées instrument par instrument.

Le précédent grec rappelle précisément qu'une réponse européenne peut s'accompagner d'une conditionnalité et, dans certaines configurations, d'une restructuration. Il ne constitue pas une promesse d'intervention identique au bénéfice de tout État.²¹

L'érosion nominale

Un cinquième scénario passe par une croissance nominale suffisamment forte pour faciliter la stabilisation de la dette. L'inflation peut, dans certaines conditions, réduire le poids réel d'une dette nominale ancienne à taux fixe.

Mais ce mécanisme n'est ni gratuit ni entièrement contrôlable. Les investisseurs peuvent demander des rendements plus élevés ; certaines dépenses et certains engagements augmentent avec les prix ; le pouvoir d'achat peut se dégrader.

La dette indexée limite également l'idée d'une érosion uniforme. Le rapport officiel rappelle que l'inflation agit directement sur la charge d'indexation des obligations concernées et chiffre une sensibilité spécifique à ces indices.²²

Pour les assureurs, une inflation plus élevée peut parallèlement renchérir les sinistres et modifier les comportements d'épargne. Elle ne constitue donc pas une solution générale à leurs difficultés, même lorsque les rendements nominaux augmentent.

²¹ MES, assistance à la Grèce.

²² DG Trésor, rapport 2027.

Le scénario de restructuration de la dette

Le dernier scénario est celui d'une crise qui ne peut plus être résolue par la combinaison précédente : allongement contraint des échéances, réduction de coupons, décote ou autre modification des engagements.

La restructuration grecque illustre une réduction du principal, avec les montants et proportions rappelés plus haut. Une telle opération répartit des pertes entre les créanciers et les autres acteurs concernés.²³

Pour la France, un tel scénario devrait intégrer les conséquences sur les banques, les assureurs, les fonds, les garanties financières et les relations européennes. Le coût ne se limiterait pas aux porteurs directs d'obligations.

Ce scénario reste une hypothèse extrême de stress test. Le seul franchissement de 5 % ne permet pas de conclure à un défaut imminent.

Les limites de certaines réponses

La première fausse solution serait de compter uniquement sur une baisse prochaine des taux. Elle peut survenir, mais une stratégie de finances publiques ne peut pas reposer entièrement sur un prix de marché que le gouvernement ne maîtrise pas.

La deuxième serait une compression indifférenciée des dépenses. Elle peut produire un effet budgétaire immédiat, mais risque de sacrifier des investissements utiles ou de déplacer les coûts vers d'autres acteurs publics et privés.

La troisième serait de présenter l'épargne nationale comme une ressource sans coût. Réorienter davantage de placements vers la dette souveraine ne supprime pas le besoin de rémunération ni le risque de concentration ; cela en change les détenteurs.

Pour les assureurs en particulier, une augmentation de l'exposition domestique ne devrait pas être évaluée seulement à partir du rendement nouveau. Elle doit être confrontée aux engagements envers les assurés, aux besoins de diversification et aux scénarios de liquidité.

La quatrième erreur serait de considérer qu'une restriction temporaire des rachats suffit à rétablir la situation financière d'un assureur. Elle peut lui éviter de vendre immédiatement des actifs à perte. Elle ne compense toutefois pas les pertes déjà subies et ne suffit pas à rétablir sa solvabilité.

Enfin, une communication alarmiste peut elle-même accélérer des comportements défensifs. La précision est donc une composante de la stabilité : il faut expliquer le risque sans transformer une tension de marché en certitude de catastrophe.

Les étapes d'une réponse coordonnée

Une réponse coordonnée devrait préserver le financement, préciser les mesures budgétaires, limiter la contagion et soutenir les capacités de croissance.

À court terme, la priorité analytique est de distinguer les problèmes de prix et de liquidité. Un marché peut continuer à financer l'État à un taux devenu coûteux ; il peut aussi devenir plus fragile techniquement. Les réponses ne sont pas identiques.

La deuxième étape consiste à rendre visibles les arbitrages budgétaires. Une trajectoire crédible doit préciser ce qui relève de décisions acquises, de mesures à adopter et d'hypothèses économiques.

²³ MES, assistance à la Grèce.

Elle doit également montrer ce qui se passe lorsque la croissance ou les taux s'écartent du scénario central.

La troisième étape concerne les intermédiaires financiers. Banques et assureurs doivent pouvoir absorber des pertes de marché et des besoins de liquidité sans réduire brutalement leur soutien à l'économie. Cela appelle des stress combinés, plutôt qu'un examen séparé de chaque risque.

La quatrième étape consiste à éviter que les investissements productifs et les projets viables soient interrompus indistinctement. Préserver l'économie réelle ne signifie pas maintenir tous les financements antérieurs ; cela signifie distinguer les activités structurellement déficitaires de celles qui subissent un choc temporaire.

La continuité politique conditionne l'exécution de ces mesures. Une stratégie annoncée puis abandonnée peut affaiblir davantage la crédibilité qu'un programme initial plus limité mais durablement appliqué.

Les indicateurs de surveillance

La surveillance doit rapprocher les rendements de marché, les conditions d'émission, les soldes publics et les signes de transmission au secteur privé.

Domaine	Indicateurs à suivre	Question posée
Souverain	Niveau des taux par échéance, spread OAT-Bund	Choc commun ou prime française ?
Financement public	Conditions des émissions, échéancier, besoins de trésorerie	Le financement reste-t-il fluide ?
Budget	Solde primaire, charge d'intérêts, exécution des mesures	La trajectoire est-elle réellement corrigée ?
Activité	Croissance réelle et nominale, investissement	L'ajustement préserve-t-il le potentiel économique ?
Banques	Coût des ressources, crédit, risque de défaut	La tension se transmet-elle au financement privé ?
Assurance vie	Collecte nette, rachats, rendement du stock, liquidité	Le décalage stock-flux devient-il dangereux ?
Assurance non-vie	Inflation des sinistres, ratio combiné, primes	Le revenu financier compense-t-il les tensions techniques ?
Immobilier	Transactions, prix, crédit, construction	La correction passe-t-elle par les volumes ou les valeurs ?
Entreprises	Échéances de dette, couvertures d'intérêts, trésorerie	Où se situent les prochains besoins critiques ?

Autant que possible, ces indicateurs doivent s'analyser sur des périodes ou à des dates identiques, pour ne pas fausser les conclusions.

Les marges de décision de l'État et des acteurs économiques

Une charge d'intérêts plus élevée réduit les ressources disponibles pour les autres dépenses et limite la capacité à répondre à de nouveaux besoins.

Le financement d'une récession, de la défense, de la transformation énergétique ou d'une crise sanitaire devient plus contraint. Les arbitrages publics doivent alors intégrer une part croissante de ressources consacrée au service de la dette.

Le rapport officiel prévoit que la charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques passerait de 2,2 % du PIB en 2025 à 3,7 % en 2030 dans sa trajectoire. Ce chiffre est une projection, pas une fatalité ; il mesure néanmoins l'ampleur du déplacement de ressources envisagé.

Les exemples du Portugal, de l'Irlande et de la Grèce montrent qu'une trajectoire peut changer, parfois profondément, mais que ce chemin a un coût, et nécessite, soit une prise de conscience collective doublée d'un courage politique, soit une contrainte extérieure, une mise sous tutelle sous quelque forme que ce soit.

Ce dernier scénario n'est pas le moins probable. Il représenterait, pour un pays comme la France, un camouflet extraordinaire et se traduirait immanquablement par une érosion de notre place sur la scène internationale.

Une solution vertueuse suppose donc une trajectoire budgétaire crédible et des décisions qui tiennent compte des interactions entre dette publique, intermédiaires financiers et économie réelle, afin de minimiser les impacts récessionnistes de la rigueur budgétaire inévitable.